

GOVERNANÇA
CORPORATIVA
no Brasil e no Mundo



Preencha a **ficha de cadastro** no final deste livro e receba gratuitamente informações sobre os lançamentos e as promoções da Elsevier.

Consulte também nosso catálogo completo, últimos lançamentos e serviços exclusivos no site **www.elsevier.com.br**

Alexandre Di Miceli da Silveira

GOVERNANÇA CORPORATIVA no Brasil e no Mundo

Teoria e Prática



© 2010, Elsevier Editora Ltda.

Todos os direitos reservados e protegidos pela Lei no 9.610, de 19/02/1998.

Nenhuma parte deste livro, sem autorização prévia por escrito da editora, poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados: eletrônicos, mecânicos, fotográficos, gravação ou quaisquer outros.

Copidesque: Adriana Araujo Kramer

Revisão: Evandro Lisboa Freire

Editoração Eletrônica: Stephanie Lin

Elsevier Editora Ltda.

Conhecimento sem Fronteiras

Rua Sete de Setembro, 111 – 16o andar

20050-006 – Centro – Rio de Janeiro – RJ – Brasil

Rua Quintana, 753 – 8o andar

04569-011 – Brooklin – São Paulo – SP – Brasil

Serviço de Atendimento ao Cliente

0800-0265340

sac@elsevier.com.br

ISBN 978-85-352-3648-4

Nota: Muito zelo e técnica foram empregados na edição desta obra. No entanto, podem ocorrer erros de digitação, impressão ou dúvida conceitual. Em qualquer das hipóteses, solicitamos a comunicação ao nosso Serviço de Atendimento ao Cliente, para que possamos esclarecer ou encaminhar a questão. Nem a editora nem o autor assumem qualquer responsabilidade por eventuais danos ou perdas a pessoas ou bens, originados do uso desta publicação.

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte.

Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ

S586g

Silveira, Alexandre Di Miceli da

Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática / Alexandre Di Miceli da Silveira. - Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

ISBN 978-85-352-3648-4

1. Governança corporativa. 2. Governança corporativa - Brasil. I. Título.

10-1567.

CDD: 658.4

CDU: 658.011.4

Até meados da década de 1990, o termo governança corporativa era desconhecido de grande parte dos profissionais, com a exceção provável da academia, de alguns praticantes no âmbito jurídico e de um punhado de profissionais. A partir do final da década, aumentou significativamente o interesse pelo tema, que tornou-se até algo “da moda”. Temos necessidade de abordar o governo das sociedades por ações desde que passamos a tê-las no país, no século XIX, com acionistas que não participavam da gestão diária dos negócios. Muito antes de ser moda, o governo corporativo sempre foi uma necessidade.

Também foi nos anos 1990 que o governo corporativo passou para o centro das atenções das principais economias. No Brasil, debelada a inflação descontrolada, houve o gradual regresso a uma normalidade econômica que permitiu que as empresas voltassem a pensar em prazos mais longos. Ao mesmo tempo, os agentes que financiam as empresas não só consideravam atender à crescente demanda por financiamento de projetos de risco no longo prazo como também passaram a intermediar recursos de investidores que voltaram a incluir investimentos por prazos mais longos em atividades empreendedoras em seu cardápio, abandonando parcial e gradualmente o investimento centrado no financiamento de curto prazo ao governo federal.

O Brasil como um país normal, num primeiro momento, e agora, como uma economia com perspectivas de crescimento mais acelerado, volta a poder oferecer oportunidades diversificadas para financiar a atividade empreendedora de risco. O regramento jurídico mais estável e que oferece cada vez mais segurança aos investidores também se tornou um fator chave para que eles almejem correr mais risco, alocando parte de sua poupança para financiar novos empreendimentos. A principal alternativa para financiar empreendimentos arriscados é o capital dos investidores que desejam tornarem-se sócios do sucesso do investimento, aceitando níveis razoáveis de risco. O ambiente de país normal no Brasil favoreceu a mudança que tornou sócios das empresas muitos agentes econômicos que antes sequer consideravam esta possibilidade. Estes investidores vieram de todas as partes do mundo, particularmente dos países mais desenvolvidos, e exigiram encontrar no país práticas das empresas em relação aos sócios que oferecessem níveis de proteção compatíveis aos que desfrutavam em seus países de origem. Além disso, também esperavam que as práticas legais brasileiras, bem como nossas leis, oferecessem um nível de proteção razoável.

Estes eventos conspiraram para que muito fosse feito no Brasil segundo um processo de bola de neve. Quanto mais se fazia para aprimorar a proteção aos investidores, mais investimento era feito, o que motiva o aprofundamento contínuo e incessante do regramento e das práticas das empresas. Para quem estava no mercado financeiro brasileiro do início dos anos 1990, parece inacreditável tudo que se fez e que aconteceu até hoje. Esta curta história de 20 anos mostra quanto a estabilidade econômica e das regras do jogo são fundamentais para uma melhoria rápida e ex-

pressiva do ambiente do mercado de capitais, favorecendo a todos que nele atuam, seja como investidores, financiados, intermediários e demais prestadores de serviços. Há muitas instituições que devem ser mencionadas nesta trajetória de sucesso, o que é feito com brilhantismo pelo autor desta obra.

Alexandre Di Miceli da Silveira é um jovem e brilhante pesquisador brasileiro, formado no Brasil e com atuação intensa nos últimos anos tanto no âmbito da pesquisa séria e sem concessões de popularidade, quanto na tentativa incansável de juntar a relevância prática com o rigor, sem deixar de passar para o meio maior dos praticantes do governo corporativo as principais conclusões e incertezas a respeito das práticas das empresas e de seus efeitos concretos.

Este livro reflete muito claramente essa visão. Iniciando onde se deve iniciar, com a teoria, pois nada é mais prático do que uma boa teoria que ajude a explicar o que vemos no mundo e a estabelecer relações plausíveis e testáveis de causa e efeito. Estes temas ocupam os cinco primeiros capítulos do livro, em particular se destacando o problema central do governo corporativo que é o distanciamento de alguns ou de todos os sócios da gestão diária da companhia, por força da forma de financiamento e do crescimento do empreendimento, e os conflitos de interesse inerentes a este distanciamento. Esta parte também foca em uma pergunta crucial: afinal, os sócios ficam mais ricos quando adotam melhores práticas de governo corporativo? O autor procura responder a estas questões fazendo o que a maioria das obras nacionais omitem, revendo a evidência de melhor qualidade possível que a academia e outros pesquisadores sérios brasileiros procuraram oferecer. Muitas das obras existentes no Brasil passam ao largo desta parte, seja por desconhecimento de seus autores ou por conta de uma superficialidade indesejável.

A segunda parte do livro é crucial porque aborda o que é feito no mundo dos praticantes. São revistas práticas no Brasil e no mundo, as recomendações dos principais códigos de boas práticas, bem como casos reais. Contudo, não se pode esquecer que o conselho de administração é o centro de tudo no governo corporativo, o conselho é o principal responsável pelos fracassos, seja por omissão, conluio ou incompetência. O conselho de administração é a alma do governo corporativo. O autor também não se esquece de dedicar um capítulo ao principal tipo de empresa da maioria das economias capitalistas: aquela controlada pelas famílias. As empresas estatais, muito relevantes no nosso país, são igualmente contempladas com um capítulo exclusivo.

Os leitores deste livro terão pela frente um trabalho completo e executado com rigor, que é fruto da dedicação intensa do autor ao tema, seja como pesquisador, docente, palestrante, articulista ou consultor. Os leitores também se beneficiarão de um livro feito com a isenção de um acadêmico sério, a relevância prática de um consultor e o frescor de um jovem com uma visão moderna.

Ricardo P. Câmara Leal
Professor Titular, Coppead/UFRJ e Pesquisador Sênior do IBGC

Governança corporativa. Meus primeiros contatos com o tema se iniciaram no ano 2000, durante o mestrado em administração de empresas com ênfase em finanças que cursava na FEA-USP. Na ocasião, procurava por um tema para minha dissertação que fosse simultaneamente importante para o mercado e para o mundo acadêmico, interessante e pouco abordado até então.

A temática da governança parecia se encaixar perfeitamente neste perfil. No mercado, o tema começava a surgir com maior frequência, principalmente devido à implantação do Novo Mercado da Bovespa em dezembro de 2000. No mundo acadêmico, apesar de estudos pioneiros na década de 70 e 80, as publicações sobre governança ainda eram relativamente escassas, e a área ainda se encontrava bem distante do crescimento exponencial de publicações observado nos anos subsequentes. No Brasil, particularmente, havia escassos artigos e apenas uma dissertação de mestrado sobre conselhos de administração. Adicionalmente, o tema se mostrava muito desafiador, exigindo uma abordagem multidisciplinar que englobava análises de economia, finanças, administração, contabilidade e direito, entre outras áreas do conhecimento. Em outras palavras, tratava-se de um tema complexo e com enorme potencial para desenvolvimento, indo muito além dos temas técnicos tradicionalmente abordados em dissertações de mestrado com ênfase em finanças. Foi uma escolha lógica cujo afeto foi se desenvolvendo ao longo dos anos em função da riqueza e das nuances do tema.

Ao longo da década de 2000, dediquei-me integralmente à governança corporativa. Coincidentemente, o tema tornou-se central durante este período para o mundo dos negócios no Brasil. Este livro, portanto, resume simultaneamente a primeira década de discussões em governança no país e de uma trajetória pessoal dedicada ao tema. Com ele, acredito que possamos não apenas entender os desdobramentos da governança na última década em nosso país e no mundo, como também lançarmos as bases da discussão deste importante e complexo tema no decênio que se inicia.

Público-alvo

Este livro foi originalmente concebido para alunos de cursos avançados de graduação e de pós-graduação *lato sensu* (incluindo MBAs) dedicados à questão da governança corporativa. A divisão do livro em duas partes – uma teórica e outra prática – atende a este objetivo, podendo ser utilizado seqüencialmente por professores desses cursos.

O livro também poderá ajudar altos executivos e conselheiros interessados em aprofundar seu entendimento sobre as principais questões de governança, tendo em

vista a elevação dos padrões de governo de suas organizações. Nesse caso, recomenda-se focar a leitura na parte prática do livro.

Em resumo, tendo em vista a amplitude e a relevância do tema, trata-se de um livro elaborado com a intenção de ser útil para a mais variada gama de leitores, incluindo: estudantes do mundo dos negócios, pesquisadores, executivos, conselheiros, investidores e demais agentes de mercado, tais como advogados e consultores.

Organização do texto

O livro é dividido em duas partes: teoria (capítulos 1 a 5) e prática (capítulos 6 a 12). Aos leitores mais interessados com as questões aplicadas de governança, recomenda-se a leitura sem grandes prejuízos a partir do capítulo 6.

O capítulo 1 apresenta os conceitos fundamentais sobre a governança corporativa. O texto discute porque o tema se tornou tão importante em todo o mundo nas últimas décadas e quais os potenciais benefícios e custos das práticas de governança para as companhias. Discute também os potenciais impactos macroeconômicos da boa governança para o desenvolvimento dos mercados e, conseqüentemente, dos países. Por fim, apresenta os principais mecanismos de governança adotados pelas empresas e discute o papel dos investidores institucionais para a evolução do tema.

O capítulo 2 discute a teoria do agente-principal, teoria mais utilizada para explicar os conflitos de interesses nas organizações e seus potenciais impactos para investidores e demais *stakeholders*. O texto discute como a estrutura de propriedade das empresas pode conduzir a diferentes conflitos entre agente e principal, levando a diversos problemas de governança a serem resolvidos por reguladores e agentes de mercado. Apesar do foco teórico, o capítulo apresenta exemplos de como os chamados “problemas de agência” podem se manifestar na prática nas organizações.

O capítulo 3 discute a questão fundamental que precede as discussões sobre governança corporativa: a definição da função-objetivo das empresas. O capítulo apresenta em detalhes as teorias da maximização da riqueza dos acionistas e de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, abordagens que disputam a primazia como função-objetivo mais adequada às empresas. O texto discute ainda de forma crítica os temas da responsabilidade social empresarial e sustentabilidade, muitas vezes associados intrinsecamente à governança corporativa.

O capítulo 4 tem como foco investigar como os aspectos da área de Direito podem influenciar as formas e problemas de governança em diferentes ambientes institucionais, particularmente àqueles relativos à proteção aos investidores. O capítulo discute o fenômeno da listagem dupla ou *cross-listing* sob esta ótica, uma decisão fundamental enfrentada por diversas companhias. O texto discute ainda a

Lei Sarbanes Oxley e as transações com partes relacionadas, dois temas amplamente discutidos na temática da governança.

O capítulo 5 apresenta ao leitor um resumo dos principais resultados obtidos pelas pesquisas acadêmicas a partir de 1980 e nas três décadas seguintes, com foco na relação entre a governança corporativa e o valor ou desempenho das organizações. A tradicional pergunta “a boa governança agrega valor?” poderá ser respondida de forma mais adequada após a leitura deste capítulo.

O capítulo 6 abre a seção “prática” do livro. O capítulo apresenta os modelos de governança presentes nos principais mercados mundiais, incluindo os modelos presentes nos EUA, Reino Unido, Alemanha, França e Japão. Além de discutir a governança nesses países em detalhes, o texto compara-os nos aspectos relativos à concentração acionária, conselho de administração, direitos aos acionistas e regulação vs. autorregulação, entre outros.

O capítulo 7 discute a governança corporativa no Brasil. O texto descreve o histórico da governança em nosso país, incluindo os principais marcos e iniciativas. O capítulo apresenta ainda o “modelo de governança brasileiro”, descrevendo como as pressões por melhores práticas de governança têm afetado este modelo. Uma seção é dedicada à discussão sobre acertos e erros da governança no Brasil após a retomada das ofertas no mercado acionário a partir de 2004. Por fim, o texto discute o papel dos investidores institucionais locais, alguns “mitos” da governança em nosso mercado e os motivos que ainda impedem muitas companhias de adotarem as chamadas melhores práticas.

O capítulo 8 apresenta as recomendações dos chamados “códigos de boas práticas de governança” documentos que proliferaram em todo o mundo na década de 2000 e que tem como objetivo indicar às companhias como poderiam ser “mais bem governadas”. Além das recomendações na quarta versão do código do IBGC lançada em setembro de 2009, o capítulo apresenta as recomendações de sete outros códigos de governança considerados os principais do mundo, incluindo os Princípios de Governança da OCDE e o *Combined Code* britânico.

O capítulo 9 é dedicado ao Conselho de Administração, amplamente reconhecido como principal mecanismo das empresas. O texto descreve o papel do Conselho dentro do processo decisório da alta gestão nas empresas e práticas para um melhor funcionamento, incluindo a constituição de comitês de assessoramento. O capítulo também discute ainda a questão do “conselheiro independente”, personagem fundamental na governança corporativa. Ao final, apresenta-se um modelo de auto-avaliação do conselho de administração que pode ser utilizado periodicamente a fim de aprimorar a efetividade do órgão.

Os capítulos 10 e 11 versam, respectivamente, sobre aplicações da governança às empresas sob controle familiar e controle estatal. Dadas as possíveis peculiaridades dessas formas de controle acionário, tais empresas geralmente ficam sujeitas a

distintos riscos e desafios de governança. Como resultado, os capítulos discutem soluções e práticas específicas de governança recomendadas a essas empresas.

O capítulo 12 encerra o livro com a apresentação de casos de fracassos empresariais famosos associados a problemas de governança corporativa. São apresentados em detalhes os casos Enron, Parmalat, Nacional e Agrenco. Adicionalmente, são noticiados diversos outros casos recentes associados a problemas de governança. Ao final, discutem-se os principais motivos que levaram aos problemas empresariais, buscando-se identificar lições aprendidas e sinais de alerta para investidores e outros agentes de mercado.

O livro, portanto, apresenta uma visão completa sobre o tema sob as perspectivas teóricas e aplicadas, suprimindo uma lacuna existente na literatura nacional.

Agradecimentos

Há muitas pessoas a agradecer pela elaboração deste livro. Todas contribuíram direta ou indiretamente ao longo de minha década dedicada ao tema, viabilizando a elaboração desta obra.

Em primeiro lugar, agradeço aos que se dispuseram a ler e a fazer sugestões para o aprimoramento do texto: Angela Donaggio, Caetano Altafin, Fabiano Gabriel, João Laudo de Camargo, Lucas Ayres Barros, Luiz Roberto Calado e Rafael Liza Santos. Agradeço especialmente pela leitura minuciosa e observações valiosas à minha querida amiga e professora Viviane Muller Prado e ao meu excelente orientando Pedro Henrique de Barros (todos os erros e omissões são obviamente de minha responsabilidade).

Agradeço também às pessoas com as quais desenvolvi trabalhos acadêmicos ao longo dos anos, muitos dos quais foram úteis para diversos capítulos do livro: André Carvalho da Silva, Armando Dias Junior, Claudia Yoshinaga, Fernanda Finotti Perobelli, Lie Uema do Carmo, Rafael Liza Santos, Ricardo Leal, Richard Saito, Rodrigo Takashi Okimura, Rubens Famá e Viviane Muller Prado. Especialmente, agradeço ao grande amigo e co-autor de inúmeros trabalhos Lucas Ayres Barros, pelo aprendizado acadêmico e de vida. Além destes, gostaria de destacar outros professores envolvidos pioneiramente com a temática da governança e que, por meio de seus trabalhos, contribuíram de alguma forma para esta obra: Antonio Gledson de Carvalho, Eliseu Martins, Érica Gorga, Jairo Laser Procianoy, Jairo Saddi e Roberta Nioac Prado.

Academicamente, agradeço ainda aos Professores que participaram de minhas bancas de mestrado e doutorado proporcionando importantes comentários à época, bem como aqueles que acompanharam de forma mais próxima minhas atividades na FEA-USP: Eduardo Kazuo Kayo, José de Oliveira Siqueira, José Roberto Securato, Iran Siqueira Lima, Keyler Carvalho Rocha, Luiz Nelson Guedes de Carvalho

e Ricardo Pereira Câmara Leal. Em especial, agradeço ao Professor Ruben Famá, meu estimado orientador de mestrado e doutorado, e ao Professor Cléber Aquino (*in memoriam*), grande mestre e incentivador no início de carreira.

Ao longo dos anos, aprendi muito também com as pessoas ligadas à “comunidade da governança” no Brasil. É virtualmente impossível nomear todas, mas gostaria de ao menos destacar aquelas com as quais pude me envolver mais. Agradeço à Heloisa Bedicks, Leonardo Viegas e Luiz Martha do IBGC, Graziella Valenti do Jornal Valor Econômico, João Laudo de Camargo do escritório Bocater, Camargo e Costa e Silva, Liège Oliveira Ayub da Sabesp, Marcelo Coimbra do escritório Coimbra, Lebrão e Advogados, Sandra Guerra da consultoria Better Governance, Sidney Ito da KPMG do Brasil e Simone Azevedo da Revista Capital Aberto.

Além destes, gostaria de destacar também o aprendizado com personagens importantes e pioneiros da governança no Brasil, entre os quais os senhores Ary Oswaldo Mattos Filho, Bengt Hallqvist, Cecília Rossi, Gilberto Mifano, Lélío Lauretti, Norma Parente e Maria Helena Santana.

Institucionalmente, agradeço às companhias com as quais tive a oportunidade de me relacionar de forma mais próxima ao longo da década, as quais proporcionaram experiências muito ricas para minha compreensão sobre a temática da governança. Entre elas, merecem destaque: ABBC, Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais, BM&FBOVESPA, EcoRodovias, Petrobras e Sabesp. Agradeço adicionalmente à Arthur D. Little, IBGC e FIPECAFI, entidades que proporcionaram experiências riquíssimas junto a diversas empresas.

Por fim, mas não menos importante, agradeço às pessoas do meu convívio pessoal que me acompanharam e incentivaram ao longo desta jornada. Todas foram muito importantes em distintas etapas de minha vida: Ana Paula Freitas Marcelino, Ana Paula Lanzana, André Luiz Oda, Camila Moraes, Claudia Yoshinaga, Eduardo Kayo, Eduardo Paz Araújo, Elton Takimoto, Fernanda Finotti Perobelli, Fernanda Michalichen, Flávio Málaga, Francisco Henrique Castro, Gabriela Furtado, Héber Pessoa, Hugo Hanashiro, João Quariguasi, José Cláudio Securato, Josefina Moraes Arraut, Junio Fuentes, Lucas Ayres, Luiz Calado, Marcelo Rodrigues, Mariana Goldstein, Milena Amorim Miranda, Patrícia Oda, Priscilla Koo, Raquel Freitas de Oliveira, Roberta Prado, Rodrigo Takashi Okimura, Thaís Gallo e Viviane Muller Prado.

Em especial, gostaria de agradecer à minha família: ao meu pai Joaquim Albenísio, pelo amor e incentivo, à minha mãe Eliana Maria, pelo amor e orações, e aos meus irmãos Bruno e Thaís, pelo convívio e afeto. À minha esposa, Angela Donaggio, devo múltiplos agradecimentos. Do ponto de vista profissional, pelas inúmeras leituras das versões preliminares, comentários e debates ao longo da elaboração desta obra. Do ponto de vista pessoal, pelo apoio inabalável, paciência pelo sacrifício de tempo e amor incondicional.

Muito obrigado a todos.

CAPÍTULO 1

GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONCEITOS FUNDAMENTAIS E PANORAMA NO BRASIL E NO MUNDO

Conceitos apresentados neste capítulo

- O que é governança corporativa?
- Por que a governança corporativa tornou-se tão importante nas últimas décadas?
- Benefícios e custos da governança corporativa para as companhias;
- Governança corporativa e desenvolvimento econômico;
- Mecanismos de governança;
- O problema da governança no Brasil e nos Estados Unidos;
- O papel dos investidores institucionais na governança corporativa;
- Apêndice 1.1: Principais definições de governança corporativa segundo pesquisas acadêmicas, instituições de mercado e organismos internacionais.

1.1 O QUE É GOVERNANÇA CORPORATIVA?

Governança corporativa lida com o processo decisório na alta gestão e com os relacionamentos entre os principais personagens das organizações empresariais, notadamente executivos, conselheiros e acionistas. O tema pode ser definido como o conjunto de mecanismos que visam a fazer com que as decisões corporativas sejam sempre tomadas com a finalidade de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio. Os mecanismos de governança devem estar presentes em qualquer companhia em função da existência de três potenciais problemas na cúpula das empresas: conflito de interesses, limitações técnicas individuais e vieses cognitivos.¹

Em relação ao conflito de interesses, é possível que as pessoas com poder decisório optem por cursos de ação que maximizam seu bem-estar pessoal ou o bem-estar do acionista que o elegeu, em detrimento do melhor resultado para a companhia. Isso pode acontecer em empresas com alta dispersão acionária, quando os executivos muitas vezes tomam decisões com o objetivo de maximizar os resultados de suas carreiras em detrimento do valor da companhia. Pode ocorrer também em empresas com alta concentração acionária, quando um acionista ou grupo de controle² toma decisões com a finalidade de maximizar seu resultado individual, em detrimento dos demais acionistas.

A limitação técnica dos tomadores de decisão é outro potencial problema a ser mitigado por mecanismos apropriados de governança. Quando as decisões são concentradas em uma única pessoa, é muito provável que esta não possua todos os conhecimentos técnicos necessários para as decisões-chave de uma companhia, tais como as de investimento, financiamento, marketing, posicionamento estratégico etc. Logo, mecanismos de governança como um conselho de administração qualificado, reunindo pessoas com diferentes formações e experiências, poderiam levar os empreendedores e executivos a tomarem melhores decisões.

Mesmo que as situações de conflito de interesses sejam resolvidas e que os tomadores de decisão sejam absolutamente “éticos”³ e altamente qualificados tecnicamente, a boa governança possui ainda outro valor em potencial: ela assegura um processo decisório com “pesos e contrapesos” independentes, diminuindo a chance de serem tomadas decisões equivocadas em função de vieses cognitivos de pessoas ou grupos específicos. Uma extensa linha de pesquisa em psicologia aplicada vem demonstrando os principais vieses aos quais todos estão sujeitos.⁴ Como exemplo, um empreendedor atuando como executivo principal poderia ser excessivamente otimista em relação às perspectivas do negócio (provavelmente em função de seu apego emocional com a companhia ou de suas experiências individuais passadas). Caso esse executivo tenha poder absoluto para tomar todas as decisões, é possível (e mesmo provável) que ele, por exemplo, aprove planos de expansão demasiadamente arriscados para a companhia, além do que seria natural para um tomador de decisão

“racional”.⁵ Nesse caso, a presença de um sistema de governança adequado, como um conselho de administração ativo e independente, poderia levar a questionamentos por pessoas não envolvidas emocionalmente com tais projetos, mudando o curso de ação inicial e evitando a exposição da companhia a riscos inadequados.⁶

Em resumo, um bom sistema de governança pode levar a melhores decisões, por meio de um processo decisório mais estruturado, embasado e menos sujeito a conflitos de interesses e aos vieses cognitivos dos indivíduos.⁷ É importante reconhecer, todavia, que a visão tradicional sobre governança corporativa, desenvolvida majoritariamente no campo da economia, discorre fundamentalmente sobre o primeiro dos motivos expostos, isto é, sobre a necessidade de “alinhamento de interesses” em função dos eventuais conflitos entre altos executivos, conselheiros e acionistas. O Capítulo 2 é dedicado à formalização de tais conflitos, que constituem o cerne das questões de governança e são conhecidos como conflitos entre agente-principal ou conflitos de agência. Como consequência dos relacionamentos eventualmente conflituosos na alta gestão, a literatura sobre governança trata também dos papéis e do funcionamento dos agentes e órgãos concebidos para mitigar os problemas decorrentes de tais conflitos, tais como auditorias (interna e independente), comitê de auditoria e outros comitês de assessoramento do conselho de administração.⁸

A definição do termo “governança corporativa” não é tarefa fácil, existindo dezenas de definições disponíveis na literatura. Como exemplo, o Apêndice 1.1 apresenta cerca de quinze definições diferentes com base em pesquisas acadêmicas, agentes de mercado, organismos internacionais e códigos de boas práticas. Neste livro, adotará-se como definição o conceito de que, numa organização com fins lucrativos, governança corporativa é o “conjunto de mecanismos (internos ou externos, de incentivo ou controle) que visa a fazer com que as decisões sejam tomadas de forma a maximizar o valor de longo prazo do negócio e o retorno de todos os acionistas”. Como “mecanismos de governança” (detalhados adiante no capítulo) destacam-se: o conselho de administração, o sistema de incentivos dos administradores (conselheiros e altos executivos), a estrutura de propriedade e controle das empresas, a disponibilização periódica de informações para os investidores, o nível de competição do mercado em que a companhia atua e a possibilidade de aquisição da companhia de forma hostil.

1.2 POR QUE A GOVERNANÇA CORPORATIVA TORNOU-SE TÃO IMPORTANTE NAS ÚLTIMAS DÉCADAS?

Embora seja um tema com raízes muito antigas, a expressão governança corporativa é relativamente recente, datando do início dos anos 1980. Ao longo das três últimas décadas, a governança vem ganhando destaque exponencial nos âmbitos

acadêmico e empresarial. De acordo com Becht, Bolton e Roell (2002) seis fenômenos ocorridos durante este período contribuíram para que o tema se tornasse o principal foco de discussão sobre alta gestão no mundo atualmente. A estes elencamos um sétimo evento: a crise financeira global de setembro de 2008.

Fenômenos globais que contribuíram para o aumento das discussões sobre o tema:

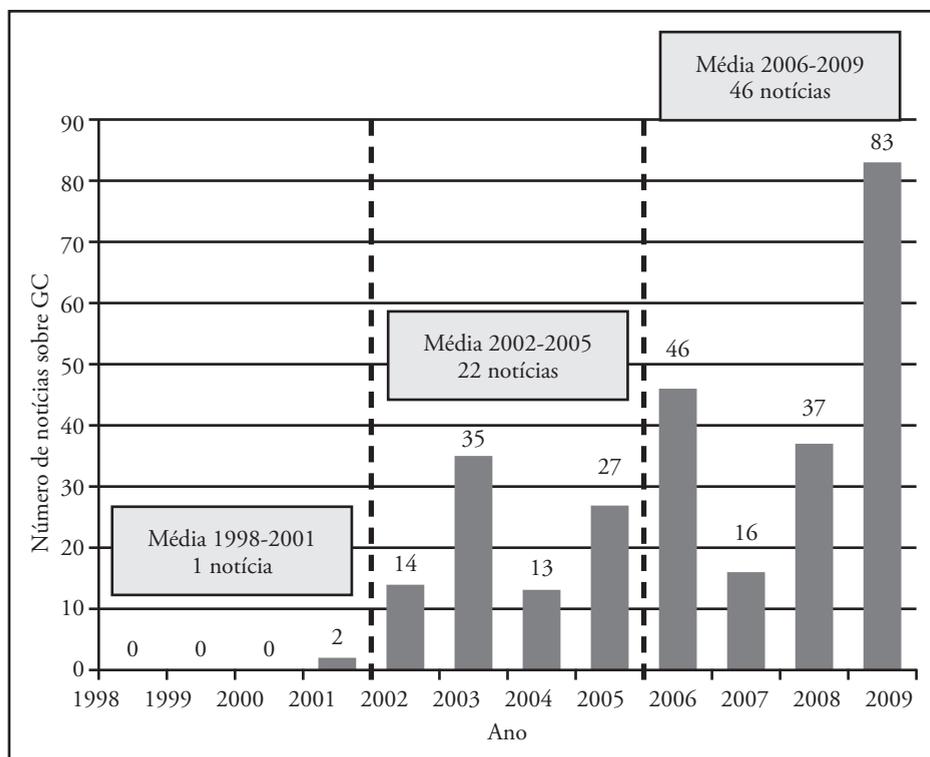
- Crescimento e maior ativismo dos investidores institucionais: os investidores institucionais são constituídos por fundos de pensão, fundos mútuos, companhias de seguro, fundações e fundos *hedge*,⁹ reunindo a poupança coletiva de milhares de indivíduos. Tipicamente, tais investidores buscam retornos de prazo mais longo, atuando geralmente como minoritários em muitas companhias de forma a diversificar o risco de suas carteiras. Seu forte crescimento em todo o mundo criou um grupo de investidores com escala e poder suficiente para influenciar as práticas de governança das empresas.¹⁰ Até a década de 1980, esses investidores geralmente utilizavam o mecanismo de saída (venda de ações) quando não concordavam com decisões tomadas por suas companhias investidas. Durante esse período, porém, observou-se uma importante mudança de posicionamento, refletida na utilização crescente dos mecanismos de voz junto aos executivos e acionistas controladores (tais como a participação em assembleias, eleição de membros para os conselhos, definição de regras de governança para alocação de recurso etc.), tornando-os participantes mais ativos no mercado. Dada sua importância para a governança corporativa, a Seção 7 deste capítulo é dedicada ao papel dos institucionais.
- Onda de aquisições hostis nos Estados Unidos nos anos 1980: durante a onda de aquisições hostis (*hostile takeovers*)¹¹ na década de 1980 no mercado norte-americano,¹² muitos executivos de empresas-alvo passaram a lançar mão de artifícios defensivos com o objetivo de dificultar as tentativas de aquisição de controle, muitas vezes entendidas como benéficas pelos acionistas. Como resultado, a utilização crescente de mecanismos *anti-takeover* (conhecidas genericamente como pílulas envenenadas, ou *poison pills*)¹³ nos Estados Unidos contribuiu bastante para o maior ativismo dos investidores institucionais e para o aumento das discussões sobre governança corporativa.¹⁴
- Onda de privatizações nos países europeus e em desenvolvimento: a onda de privatizações começou no Reino Unido nos anos 1980, espalhando-se para outros países da Europa Ocidental no início dos anos 1990. Na mesma década, o movimento se propagou por América Latina, Europa Oriental, Ásia e antigo bloco soviético. Além das privatizações levantarem

a questão sobre como as novas empresas deveriam ser controladas e dirigidas (uma vez que a maior parte das operações se deu por meio de ofertas públicas de ações), elas também aumentaram a relevância dos mercados de capitais para essas companhias.¹⁵

- Desregulamentação e integração global dos mercados de capitais: a integração dos mercados de capitais e o crescimento dos mercados acionário durante os anos 1990 propulsionaram as discussões sobre governança corporativa. Nesse período, as empresas passaram a disponibilizar suas ações para negociação em bolsas de outros países por meio da listagem dupla ou *cross-listing*.¹⁶ A listagem dupla contribuiu para a adoção de novas práticas de governança e para a difusão da cultura do mercado de ações fora dos países anglo-saxões.
- Crises nos mercados emergentes no final do século XX (crise asiática em 1997, crise russa em 1998 etc.): a crise asiática em 1997 expôs as deficiências de governança de grupos empresariais de países emergentes e a necessidade de aumento da proteção aos investidores, levando a uma reavaliação do modelo de organização societária das empresas desses países. Na ocasião, diversos organismos multilaterais, como OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), FMI (Fundo Monetário Internacional) e Banco Mundial passaram a enfatizar que, além de uma boa gestão macroeconômica, os países emergentes deveriam ter empresas com boa governança a fim de prevenir crises. Tais órgãos passaram então a colocar as reformas das práticas de governança como uma questão de alta prioridade nos países emergentes.
- Série de escândalos corporativos nos Estados Unidos e Europa: os problemas de fraudes contábeis e financeiras nos Estados Unidos no período de 2001 a 2003 com grandes empresas¹⁷ mostraram que a governança precisava ser aprimorada não apenas nos mercados emergentes, mas também nos mais desenvolvidos.¹⁸ Além disso, a subsequente ocorrência de escândalos na Europa Continental¹⁹ deixou claro que os problemas de governança não haviam ocorrido apenas em função da alegada pressão excessiva do mercado norte-americano por resultados de curto prazo, mas sim como resultado de um fenômeno mais amplo. Os diversos escândalos de governança expuseram também problemas estruturais de diversos agentes do mercado financeiro, tais como auditores, advogados, analistas de mercado e executivos de bancos de investimento. A resposta legislativa norte-americana, traduzida na aprovação da Lei Sarbanes-Oxley em julho de 2002, acarretou impactos nas companhias de grande porte de todo o mundo.
- Crise financeira global de 2008: desequilíbrios financeiros globais entre países, regulação deficiente, taxas de juros excessivamente baixas e produtos financeiros

ros demasiadamente complexos têm sido apontados como alguns dos culpados pela recente crise financeira global, precipitada por problemas no mercado norte-americano de hipotecas e por bancos excessivamente alavancados. Entretanto, é consenso que, além dos problemas listados, práticas deficientes de governança corporativa também tiveram sua parcela de culpa para a eclosão da crise. Particularmente, dois problemas reforçaram a importância de se repensar a governança das instituições financeiras: os sistemas de remuneração dos executivos vinculados a resultados insustentáveis no longo prazo e as falhas dos conselhos de administração no monitoramento dos riscos aos quais suas companhias estavam sujeitas.²⁰

No Brasil, em linha com os demais países, a governança corporativa também vem ganhando maior importância nos últimos anos. O Gráfico 1.1 descreve esse crescimento, evidenciado pelo aumento exponencial do número de matérias com a expressão “governança corporativa” na mídia especializada do país.

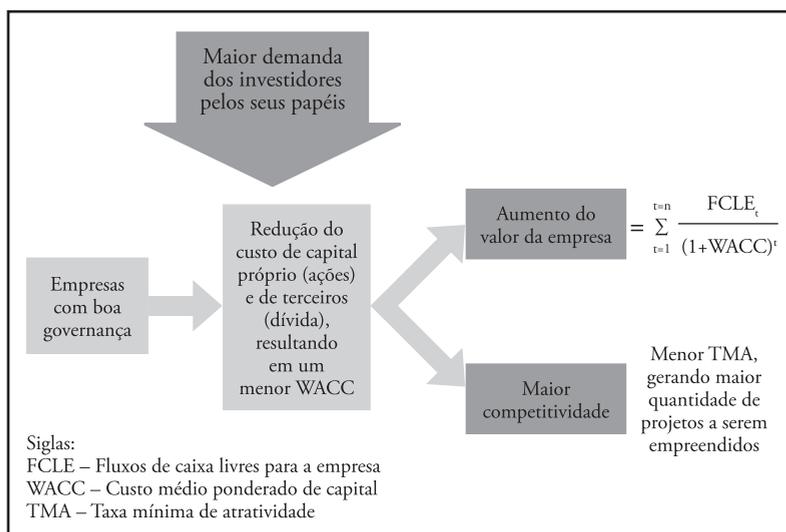


■ Gráfico 1.1 – Evolução das notícias com a expressão “governança corporativa” em mídia especializada no Brasil (revista *Exame*).²¹

1.3 BENEFÍCIOS E CUSTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA AS COMPANHIAS

Existem dois potenciais benefícios principais que a boa governança pode acarretar às empresas: os benefícios externos, associados à maior facilidade de captação de recursos e à redução do custo de capital; e os benefícios internos, vinculados ao aprimoramento do processo decisório na alta gestão.

Em relação aos benefícios externos, a ideia básica é que, em uma população de companhias, algumas se diferenciem como “empresas com boa governança”. Estas tornar-se-iam mais atraentes para os investidores, aumentando a quantidade de indivíduos interessados em comprar seus papéis. Como consequência da maior demanda dos investidores, haveria diminuição do custo de capital dessas companhias, tanto do custo do capital próprio (via ações), quanto do custo do capital de terceiros (via debêntures, bônus e empréstimos de longo prazo), resultando em um menor custo médio ponderado de capital – WACC (*weighted average cost of capital*).²² Como consequência imediata de um menor WACC, haveria um automático incremento no valor das companhias percebidas como “bem governadas”.²³ Além do aumento do valor, a redução do custo de capital diminuiria a taxa mínima de atratividade (TMA),²⁴ possibilitando a execução de mais projetos, bem como o aumento da rentabilidade dos projetos existentes (levando à maior competitividade da companhia). Um resumo do benefício externo da governança corporativa é apresentado na Figura 1.1.



Fonte: Silveira, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa e estrutura de propriedade*. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006.

Figura 1.1 – Possível benefício externo da governança corporativa sobre as companhias.

Além da redução do custo de capital, um sistema de governança eficiente pode gerar um conjunto de benefícios internos, que melhoram as perspectivas de fluxo de caixa das empresas. Entre os principais benefícios internos advindos dos aprimoramentos de governança, destacam-se:

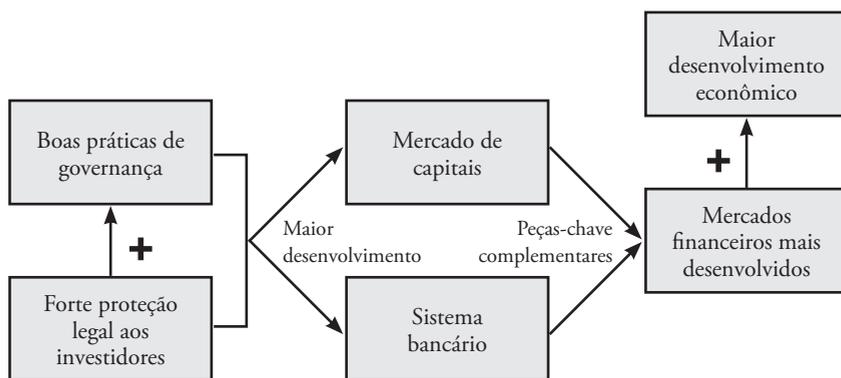
- Separação mais clara de papéis entre acionistas, conselheiros e executivos, especialmente em empresas de controle familiar;
- Aprimoramento do processo decisório da alta gestão, com definição mais clara dos responsáveis pelas etapas de iniciação (geração de ideias), aprovação, implementação e monitoramento (avaliação dos resultados *vis-à-vis* às metas, com estabelecimento de recompensas ou punições);²⁵
- Aprimoramento dos mecanismos de avaliação de desempenho e recompensa dos executivos, incluindo a estruturação de pacotes de remuneração mais adequados;
- Diminuição da probabilidade de fraudes, em decorrência do melhor gerenciamento dos riscos e do aprimoramento dos controles internos; e
- Maior institucionalização (menor dependência de pessoas específicas) e maior transparência perante os *stakeholders* (partes interessadas²⁶) da empresa.

Embora um bom sistema de governança possa trazer benefícios consideráveis para a empresa, sua implantação também envolve custos, que podem se mostrar substanciais. A adoção de uma política de maior transparência pela organização, por exemplo, pode gerar gastos adicionais na produção de relatórios financeiros mais sofisticados, além da montagem de uma área dedicada ao relacionamento com investidores. Os princípios da boa governança também preconizam que o conselho de administração tenha uma estrutura composta por maioria de membros independentes, com remuneração compatível às elevadas responsabilidades, novamente impondo gastos adicionais. Em conjunto, esses custos podem ser proibitivos para empresas de menor porte, ou podem superar os benefícios esperados decorrentes da melhor governança.

Além dos custos explícitos, o aprimoramento da governança pode envolver outros custos mais difíceis de contabilizar. Uma maior transparência organizacional, por exemplo, poderia prejudicar a posição competitiva da empresa, ao facilitar a observação de suas estratégias pelos concorrentes. A resistência de muitas empresas em adotar padrões mais avançados de governança também pode ser explicada pelo apego dos gestores aos benefícios pessoais proporcionados pelo controle arbitrário e opaco do negócio. Em particular, os administradores (em muitos casos os acionistas controladores da organização) podem encarar a perda do controle absoluto e discricionário sobre as principais decisões corporativas como um custo substancial da boa governança, bem como a redução do espaço para a realização de operações informais ou de transações negativas aos investidores.

1.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

É amplamente aceito que as práticas de governança podem causar impactos positivos ou negativos sobre as empresas individualmente. Além dos impactos microeconômicos no âmbito empresarial, diversos trabalhos²⁷ têm evidenciado também os impactos macroeconômicos da governança corporativa, com implicações para o crescimento e desenvolvimento econômico dos países. A conclusão geral desses trabalhos pode ser visualizada na Figura 1.2.



■ **Figura 1.2 – Impactos macroeconômicos da governança corporativa: efeitos sobre o desenvolvimento econômico.**

De acordo com a figura, um ambiente com adequada regulação e forte proteção aos investidores²⁸ poderia induzir as companhias a elevarem seus padrões de governança. Como resultado, os ambientes com empresas bem governadas seriam considerados mais confiáveis pelos agentes poupadores (como investidores do mercado de capitais²⁹ e instituições financeiras), recebendo maior oferta de recursos locais e internacionais.³⁰ O resultado seria empresas mais competitivas e mercados financeiros desenvolvidos, propiciando mais investimentos e maior desenvolvimento econômico.³¹

Além do diagrama anterior, há outro argumento relevante que reforça a importância da governança empresarial para o desenvolvimento econômico. Após um longo processo de privatização ocorrido em todo o mundo, o crescimento de longo prazo dos países passou a depender mais dos investimentos privados. Logo, a capacidade de atração de investidores passou a ser fundamental não apenas para as empresas individualmente, mas para o sucesso econômico dos seus países de origem. Como as boas práticas de governança facilitam a captação de recursos privados, tem-se uma

importância maior das práticas de governança sobre o crescimento econômico do que outrora. Ademais, à medida que aumenta a participação de investidores de varejo (pessoas físicas pulverizadas) no mercado de ações, reforça-se a importância da governança corporativa para uma distribuição justa dos resultados gerados pelas empresas.

Deve-se também destacar o outro lado da moeda: a prevalência de más práticas de governança no ambiente empresarial pode impactar negativamente o crescimento macroeconômico. A crise asiática de 1997 e a série de escândalos corporativos nos Estados Unidos de 2001 a 2003 servem como exemplos dessa afirmação. Em ambos os casos, houve grande destruição de valor para todo o mercado, com prejuízos macroeconômicos e perigo para o sistema financeiro global. Um baixo padrão de governança corporativa, portanto, pode resultar em impactos negativos sobre a economia, aumentando a volatilidade dos mercados financeiros.

Claessens (2003) resume os cinco caminhos pelos quais a governança corporativa pode afetar o crescimento e desenvolvimento econômico dos países. Segundo o autor, a adoção generalizada da boa governança no ambiente empresarial pode ocasionar:

- Aumento do acesso ao capital externo pelas empresas, levando a um maior investimento, crescimento e geração de empregos;
- Diminuição do custo de capital, com aumento do valor das companhias e, conseqüentemente, da sua atratividade perante novos investidores;
- Melhor desempenho operacional das empresas decorrente de melhores processos decisórios, levando à melhor alocação de recursos;
- Redução dos riscos de crises financeiras (que sempre ocasionam grandes prejuízos econômicos e sociais);
- Melhor tratamento dos *stakeholders*, gerando melhores relacionamentos sociais, trabalhistas e ambientais.

Como esses resultados são importantes para o desenvolvimento econômico dos países, reforça-se, do ponto de vista macroeconômico, a relevância da temática da governança corporativa.

1.5 MECANISMOS DE GOVERNANÇA

Um sistema de governança é considerado eficiente quando combina diferentes mecanismos internos e externos a fim de assegurar decisões no melhor interesse de longo prazo dos acionistas. Entre os mecanismos de governança, destacam-se:

1.5.1 Mecanismos internos

- Conselho de administração: considerado o principal mecanismo de governança, o conselho representa os interesses de todos os acionistas, monitorando os executivos a seu favor. Suas atribuições incluem a escolha e a supervisão da diretoria executiva e a tomada das decisões mais importantes do negócio, tais como as de investimento e captação de recursos. Um conselho ativo, independente e bem informado é considerado um elemento essencial para um sistema de governança efetivo, influenciando a adoção de melhores práticas de gestão;
- Sistema de remuneração: o montante e a forma de remuneração dos executivos podem determinar o grau de alinhamento de seus interesses aos dos acionistas, constituindo um mecanismo-chave de governança. O sistema de incentivos do conselho de administração também é um tema importante, já que pode levar a um maior comprometimento e dedicação de seus membros para com a companhia;
- Concentração acionária e atuação de investidores institucionais: a estrutura de propriedade da empresa também pode influenciar o comportamento dos gestores, reduzindo ou exacerbando potenciais conflitos de interesse. Estruturas de propriedade concentradas (com a presença de um forte acionista controlador) podem gerar maior monitoramento e cobrança de desempenho dos executivos. Por outro lado, podem levar a decisões prejudiciais em relação aos acionistas minoritários. Já estruturas de propriedade mais dispersas possuem outros benefícios e custos. Por um lado, podem resultar em companhias com administração mais profissional e ações mais líquidas. Por outro, podem dar margem a um poder excessivo nas mãos dos executivos, gerando sistemas de remuneração distorcidos e maior dificuldade para substituição de executivos ineficientes.

1.5.2 Mecanismos externos

- Proteção legal aos investidores: os mecanismos externos de governança relacionam-se ao ambiente institucional e regulador no qual a empresa está inserida, bem como às diferentes formas de pressão exercidas pelos mercados em que atua. Uma extensa literatura empírica internacional³² sugere que as situações de conflito de interesses tendem a causar menos danos em ambientes com melhor proteção aos investidores;
- Possibilidade de aquisição hostil e grau de competição no mercado de produtos: o receio dos executivos de perderem seus empregos como consequen-

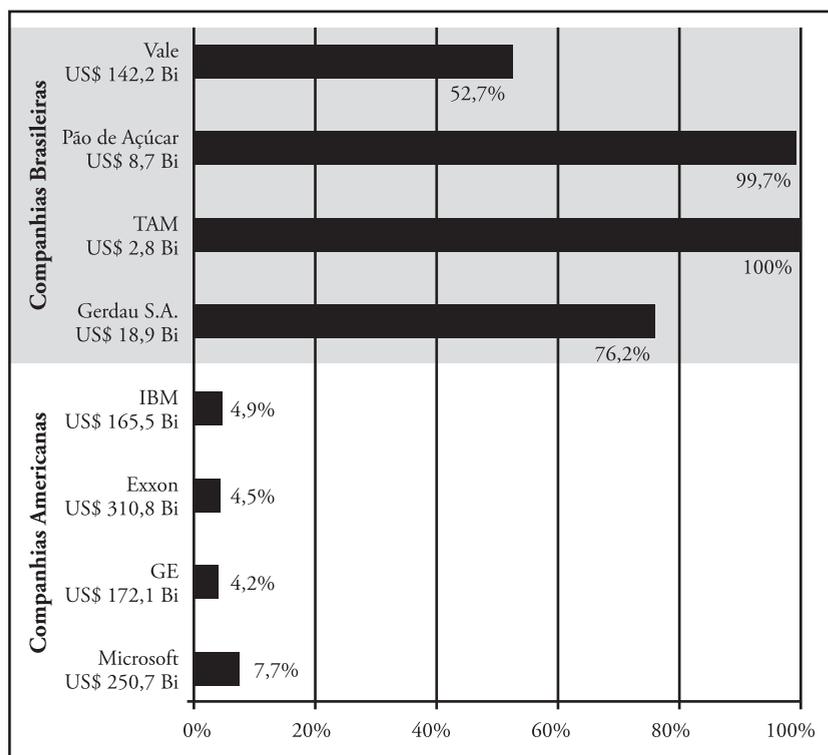
ência de uma aquisição hostil da companhia é frequentemente citado na literatura como um poderoso mecanismo disciplinador da conduta desses agentes. Logo, esperam-se problemas de governança menos graves nas empresas mais expostas a esse tipo de operação.³³ Um raciocínio análogo se aplica ao grau de competição dos mercados de produtos. Esperam-se ineficiências menores nas empresas que enfrentam forte concorrência nos seus mercados, já que estas devem ter naturalmente menor margem para tomada de decisões destruidoras de valor (e que poderiam levá-las em última instância à falência);³⁴

- Fiscalização dos agentes de mercado: um dos principais benefícios decorrentes de um maior nível de transparência (*disclosure*) da empresa é a possibilidade de um escrutínio externo mais efetivo da gestão. Logo, a maior fiscalização exercida pelos participantes do mercado – tais como analistas de ações, agências classificadoras de risco e de *ratings* de governança corporativa – pode aumentar a pressão para que as decisões gerenciais sejam tomadas visando a maximizar o valor da empresa;
- Estrutura de capital: a própria estrutura de capital ou de financiamento da companhia pode ser entendida como um instrumento de governança, na medida em que pode reduzir o potencial para destruição de valor decorrente do desalinhamento de interesses entre executivos e acionistas³⁵. Nesse sentido, o endividamento obrigaria os administradores a distribuírem regularmente fluxos de caixa aos credores (como pagamento dos juros do financiamento) e acionistas, tendo como resultado prático a redução dos recursos corporativos a serem alocados discricionariamente pelos executivos. Além disso, o endividamento poderia exercer um efeito motivacional relevante, já que o aumento do risco de falência da organização (decorrente da maior alavancagem financeira) induziria os executivos a abandonarem políticas benéficas do ponto de vista pessoal, mas ineficientes e destruidoras de valor.³⁶

1.6 O PROBLEMA DA GOVERNANÇA NO BRASIL E NOS ESTADOS UNIDOS

Grande parte da literatura sobre governança corporativa foi elaborada tendo em vista o ambiente norte-americano. É preciso, portanto, diferenciar os problemas críticos de governança enfrentados naquele país dos enfrentados no mercado brasileiro. Em primeiro lugar, as diferenças nas decisões políticas históricas, ambiente institu-

cional e no nível de proteção ao investidor entre Estados Unidos e Brasil tendem a fazer com que a estrutura de propriedade de uma empresa de capital aberto norte-americana típica seja muito distinta daquela observada nas brasileiras.³⁷ A maior parte das companhias norte-americanas de grande porte apresenta propriedade difusa, com grande dispersão da base acionária e separação clara entre propriedade/posse de ações e controle/gestão diária do negócio.³⁸ Já as companhias brasileiras geralmente possuem uma estrutura de propriedade bastante concentrada, com a presença marcante de um acionista controlador, o qual frequentemente atua como executivo principal da empresa ou indica uma pessoa de sua confiança para exercer tal função.³⁹ Como resultado, no caso brasileiro existe uma maior sobreposição entre propriedade e controle. Essa diferença fica evidente no Gráfico 1.2, que compara a concentração acionária de companhias de grande porte selecionadas dos dois países.



Fontes: Economatica®, IAN/CVM e Yahoo Finance. Informações de 18 fev. 2010.
 Obs.: Para as empresas brasileiras, contabilizou-se o total de ações ordinárias em posse do(s) acionista(s) controlador(es).

■ Gráfico 1.2 – Percentual de ações com direito a voto em posse do maior acionista ou do bloco de controle.

Conforme exposto no gráfico, é difícil encontrar uma grande companhia aberta norte-americana com um acionista majoritário. Como exemplo, tem-se a

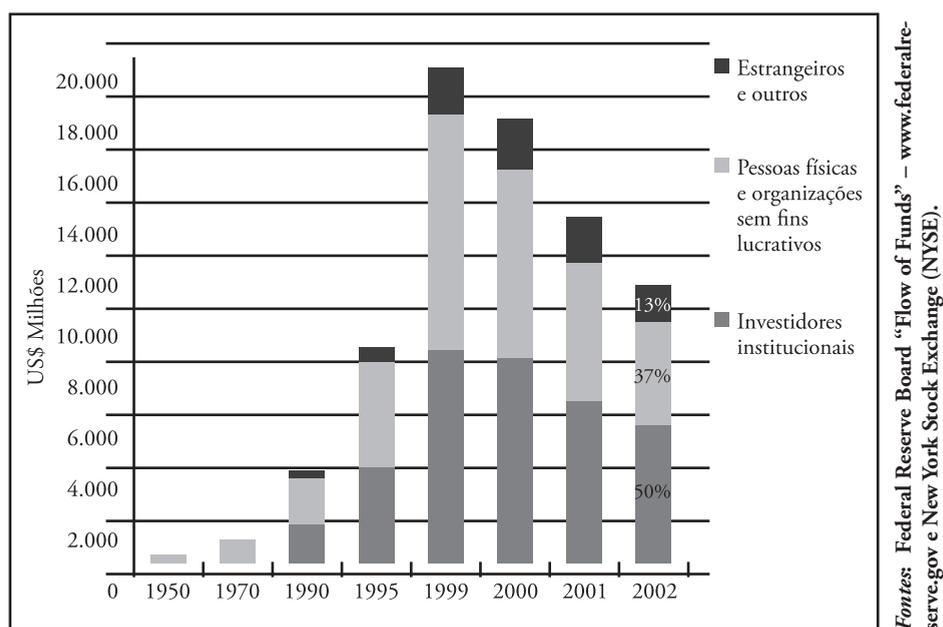
Exxon, cujo valor de mercado era de cerca de US\$ 311 bilhões de dólares no início de 2010. Para um investidor ser proprietário de 20% da Exxon, seria necessário que tivesse cerca de US\$ 62 bilhões de dólares alocados na empresa. Mesmo que algum indivíduo ou instituição tivesse tantos recursos para alocação, não seria razoável, do ponto de vista da diversificação de sua carteira de investimentos, alocar todos os recursos numa única companhia. Assim, como consequência da maior pulverização acionária, ocorre uma situação peculiar no modelo de governança norte-americano: os acionistas, proprietários em última instância das empresas, são relativamente fracos na tomada das decisões de negócio, enquanto os executivos, em tese contratados e subordinados aos primeiros, possuem maior força e poder para determinar os rumos das companhias. O principal desafio desse sistema de governança, conseqüentemente, é fazer com que os executivos tomem decisões no melhor interesse dos acionistas.⁴⁰ Já no caso brasileiro, a elevada concentração acionária e a sobreposição de grandes acionistas com a gestão fazem com que o principal conflito de interesses ocorra entre os chamados acionistas controladores e demais acionistas, denominados minoritários. Como resultado, o desafio fundamental no Brasil, na maioria dos casos, é fazer com que as empresas aprimorem suas práticas de governança de forma a assegurar que a tomada de decisões pelos controladores ocorra sempre no melhor interesse de todos os acionistas.

1.7 O PAPEL DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Toda lógica em torno da governança corporativa parte de três premissas fundamentais: i) as empresas que optarem por adotar as melhores práticas serão vistas de forma diferenciada pelos investidores, conseguindo acesso privilegiado ao capital a um custo menor; ii) os investidores terão sempre interesse em maximizar o retorno de longo prazo sobre seu investimento; e iii) os investidores, como acionistas das companhias, se preocuparão em cuidar ativamente do seu patrimônio.

Dentre os investidores, destacam-se os institucionais, um grupo heterogêneo composto por fundos de pensão, fundos de investimento, fundações, companhias de seguro, fundos *hedge* e fundos soberanos, dentre outros. São eles que potencialmente possuem a força para a “lógica da governança” funcionar. O próprio movimento em torno das melhores práticas de governança teve origem no ativismo dos investidores institucionais nos Estados Unidos nos anos 1980, como resposta a ineficiências empresariais e decisões prejudiciais aos acionistas pelos executivos, à época dominantes nos conselhos de administração.⁴¹

Apesar de constituírem um grupo heterogêneo, os investidores institucionais possuem alguns pontos em comum, como a grande disponibilidade de recursos para investimento, oriundos da poupança coletiva de milhares de indivíduos. Na maioria dos casos, visam ainda a retornos de longo prazo, investindo parcela substancial de seus recursos em ações ou títulos de dívida de longo prazo das empresas.⁴² Por fim, tendem a atuar como minoritários de muitas companhias como forma de diversificar o risco da sua carteira de ativos.⁴³ Como evidência de seu “peso” econômico, o Gráfico 1.3 a seguir mostra que os investidores institucionais já são os maiores no mercado acionário norte-americano:⁴⁴



■ Gráfico 1.3 – Participação dos investidores no mercado acionário norte-americano.

Conforme observado no gráfico, embora atuem como minoritários nas empresas individualmente, os institucionais possuem grande poder de voto quando unidos. O cenário se repete no mercado britânico, com os institucionais possuindo cerca de 70% das ações das companhias do país.⁴⁵ Internacionalmente, a ICGN (*International Corporate Governance Network*) é considerada o principal centro de congregação de investidores institucionais orientados para a governança corporativa. A entidade reúne associados de mais de 45 países, responsáveis pela gestão de mais de US\$ 15 trilhões em ativos.⁴⁶ O quadro a seguir destaca uma nota oficial da ICGN do final de 2008, no qual a entidade reconhece a parcela de culpa dos investidores institucionais pela crise financeira global ocorrida na ocasião.

ICGN ressalta a importância da governança corporativa como parte da solução da crise financeira global

A ICGN (*International Corporate Governance Network*) divulgou uma declaração oficial em 10 de novembro de 2008 com sua visão sobre a crise financeira global. De acordo com a organização, os problemas de governança corporativa foram um fator fundamental para a atual crise, destacando-se as falhas dos conselhos de administração na compreensão e gerenciamento dos riscos, bem como na tolerância em relação a incentivos perversos concedidos aos executivos.

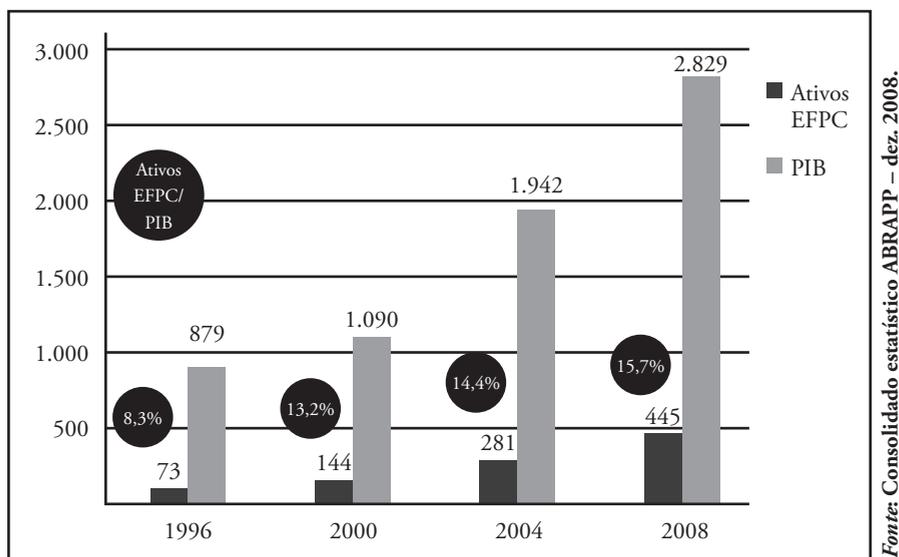
Da mesma forma que foi parte do problema, a ICGN acredita que o aprimoramento das práticas de governança deve ser parte integral da solução, visando evitar uma rigidez excessiva do mercado ou novas crises. Duas iniciativas são fundamentais, de acordo com a entidade: dar maior poder aos acionistas como proprietários das companhias e exigir que os investidores cumpram suas responsabilidades como acionistas. Em relação à primeira, a ICGN argumenta que os acionistas deveriam conseguir eleger e destituir conselheiros mais facilmente, de forma a aumentar a prestação de contas por parte dos conselhos. Além disso, os acionistas deveriam ser responsáveis pela aprovação da remuneração dos executivos anualmente nas assembleias. Aos reguladores caberia exigir maior transparência sobre os modelos de negócios e sobre o gerenciamento dos riscos inerentes a tais modelos. Por fim, os investidores deveriam poder exercer seu direito de voto nas empresas investidas de outros países mais facilmente.

A segunda iniciativa diz respeito ao reconhecimento pelos investidores institucionais de sua responsabilidade como acionistas na geração de valor de longo prazo a seus beneficiários. De acordo com a ICGN, os fundos de pensão deveriam exigir dos seus gestores mais esforços rumo às boas práticas de governança nas investidas. Além disso, deveriam levar em consideração explicitamente aspectos de governança nas suas decisões de investimento. Por fim, deveriam reconhecer que perdem seu poder de voto quando decidem realizar empréstimos de ações para terceiros.

Como passos para os próximos anos, a ICGN estabeleceu uma agenda composta por cinco temas: i) fortalecimento dos direitos dos acionistas; ii) fortalecimento dos conselhos de administração; iii) garantia dos avanços recentes nos padrões contábeis, incluindo o conceito de *fair value* (valor justo dos ativos); iv) aprimoramento do sistema de remuneração dos executivos, aumentando o vínculo à criação de valor de longo prazo; e, v) aumento da competição no mercado de agências de *rating* de crédito.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 6, n. 64, dez. 2008. Coluna Governança Corporativa: "ICGN quer mais poder e responsabilidades para acionistas", Alexandre Di Miceli da Silveira.

No Brasil, os fundos de pensão possuem um papel importante para o movimento da governança corporativa, com destaque para os maiores fundos como Previ (cerca de R\$133 bilhões sob gestão em outubro de 2009) e Petros (cerca de R\$44 bilhões). Em outras palavras, tais entidades possuem cada vez mais recursos para investimentos em relação ao tamanho da economia nacional (Gráfico 1.4), e tenderão a alocar uma parcela cada vez maior dos seus recursos em investimentos diretos nas companhias, via debêntures e ações.



■ Gráfico 1.4 – Evolução dos ativos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) brasileiras em relação ao PIB do país.

Os fundos *hedge* são outra modalidade de investidores institucionais que têm se destacado por maior ativismo desde a década de 1990. Trata-se de um grupo extremamente heterogêneo, com inúmeras estratégias de investimento. Enquanto alguns têm como foco operações de curtíssimo prazo, como fusões e aquisições, outros abordam as empresas visando torná-las mais eficientes, contribuindo para a criação de valor. Tais fundos, conhecidos como ativistas, não costumam ser bem vistos em todo o mundo pela maioria dos executivos ou mesmo por políticos. Como exemplo, ficou famosa a frase de um líder do Partido Social Democrata alemão em 2005,⁴⁷ que os apelidou de “gafanhotos”, acusando-os de procurar dinheiro e resultados de curto prazo às custas de empregos e empresas do país.

Entretanto, os principais trabalhos acadêmicos na área mostram que os dados desmentem a visão negativa de muitas empresas e políticos em relação a esses investidores. Em vez de confirmar a acusação de que tais fundos obtêm retornos

de curto prazo a expensas do longo prazo das empresas, os trabalhos constataam no geral um impacto bem mais positivo do que negativo dos fundos *hedge*.⁴⁸ Uma das pesquisas mais relevantes foi realizada por Brav et al. (2008). Nele, os pesquisadores analisaram 1.032 tentativas de ativismo por parte de 236 fundos *hedge* em todo o mundo de 2001 a 2006, avaliando os resultados subsequentes das empresas-alvo de ativismo. No geral, os autores encontraram fortes evidências não só de que as ações reagem favoravelmente ao anúncio de tal abordagem (ou “ataque”), mas que as empresas melhoram substancialmente seus resultados operacionais⁴⁹ dois anos após uma atuação mais efetiva dos fundos. Em outras palavras, concluem que os fundos *hedge* ajudam na redução de ineficiências, criando valor para todos os acionistas.

A atuação dos investidores institucionais tem ganhado as manchetes da mídia especializada nos últimos anos. Como exemplo, os quadros a seguir mostram episódios recentes da atuação desses investidores.

Fundos *hedge* utilizam nova tática para aumentar poder de voto

O voto “vazio” (ou *empty voting*) é uma prática cada vez mais utilizada pelos fundos *hedge* para aumentar seu poder de voto nas assembleias de acionistas. A prática ocorre da seguinte forma: o fundo toma ações emprestadas um pouco antes da data de registro (data anterior à assembleia a partir da qual a posse das ações é computada para os votos), passando a deter os direitos de voto dessas ações na assembleia. Na sequência, o fundo devolve as ações que havia tomado emprestado, ficando com poder de voto sem qualquer interesse econômico na empresa.

Os críticos afirmam que essa operação criativa desvirtua o princípio “uma ação – um voto” e manipula os resultados das votações. Ainda de acordo com a agência, as operações são viabilizadas por operações de troca de ações (*swap*) em mercado de balcão pelos fundos, eliminando a necessidade de sua divulgação e transparência.

Dois estudos recentes dos pesquisadores Henry Hu e Bernard Black, da Universidade do Texas, apresentam exemplos de como as operações de voto vazio vêm causando um desacoplamento entre o interesse econômico e o poder de voto nas empresas, sem qualquer conhecimento do mercado.

Um caso bastante ilustrativo, que mostra o risco potencial dessas operações, ocorreu recentemente nos Estados Unidos: o fundo *hedge* Perry Corp detinha 7 milhões de ações da empresa farmacêutica King. Logo depois, a empresa Mylan

Laboratories decidiu adquirir a King. Quando o acordo foi anunciado, as ações da King (adquirida) subiram, enquanto as ações da Mylan (adquirente) caíram. Visando aumentar a chance de aprovação da aquisição pelos acionistas da Mylan, o fundo tomou emprestados 9,9% do total de ações da Mylan em uma operação de voto vazio, ficando seu equivalente poder de voto sem qualquer interesse econômico na empresa. Na verdade, seu interesse econômico geral na Mylan poderia ser inclusive considerado negativo, já que, quanto mais a Mylan decidisse pagar pela Perry, mais o fundo lucraria com a operação.

De acordo com os autores, a própria extensão do problema é desconhecida, haja vista que a regulamentação norte-americana atual não exige a divulgação de operações de *swap* em mercado de balcão. Logo, segundo Hu e Black, o sistema de *disclosure* precisa ser corrigido para levar em conta as novas estratégias dos fundos *hedge*.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 4, n. 42, fev. 2007. Coluna Governança Corporativa: “Fundos *hedge* utilizam tática para aumentar poder de voto”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Estudo da OCDE aponta impacto positivo de fundos de *private equity* e fundos *hedge* ativistas sobre a governança corporativa e desempenho das empresas

O Comitê Executivo de Governança Corporativa da OCDE publicou em agosto de 2007 um estudo a respeito do impacto dos chamados veículos de investimento alternativo (fundos *hedge* e de *private equity*) sobre a governança corporativa e o desempenho das empresas. O trabalho teve como foco os chamados fundos ativistas, que têm como foco aumentar o valor de suas carteiras por meio de engajamento ativo em companhias selecionadas.

Como principal resultado, o Comitê concluiu que, no geral, os fundos ativistas ajudam a aprimorar as práticas de governança das empresas-alvo e contribuem positivamente para seu desempenho. Além disso, contribuem para aumentar o conteúdo informacional dos demais investidores, fomentando o exercício ativo de seus direitos de acionistas. O resultado geral, de acordo com o documento, é a melhor alocação dos recursos corporativos e maior eficiência econômica.

Em relação aos fundos *hedge*, seu ativismo geralmente envolve demandas por mudanças na cúpula das empresas, composição dos conselhos de administração, política de dividendos, estratégia corporativa, estrutura de capital

e planos de fusões e aquisições. Esses fundos utilizam uma série de estratégias de atuação, como a aquisição de maior direito a voto (às vezes por meio de derivativos) e promoção de campanhas públicas junto a outros investidores. Sua taxa de sucesso tem sido significativa, de 60 a 75%, não existindo evidências de que as empresas-alvo foram prejudicadas por ganhos de curto prazo desses investidores.

O documento mostra ainda que os fundos *hedge* ativistas representam apenas uma pequena parcela da indústria de fundos mútuos, com cerca de US\$200 bilhões sob gestão, contra US\$18 trilhões de toda a indústria. Por outro lado, o estudo reconhece que a atuação dos fundos *hedge* tem levado a disputas mais acirradas por votos nas assembleias, colocando em xeque o atual sistema de votação das empresas e exigindo aprimoramentos nas regras para identificação, processamento e cômputo dos direitos de votos.

Em relação aos fundos de *private equity*, o documento discorre sobre a onda de operações “*public-to-private*”, no qual empresas de capital aberto têm seu capital fechado após serem adquiridas, passando por um processo de reestruturação para posterior retorno ao mercado de ações. O relatório mostra que esse tipo de operação ainda é minoria dentro das operações de fusões e aquisições (cerca de 20% do total das operações em 2006) e que o desempenho das empresas sob controle dos fundos de *private equity* parece melhorar. Entretanto, como o risco dessas operações é elevado (tendo em vista principalmente a alta alavancagem financeira utilizada nessas operações), o relatório não acredita que esse é um modelo universal a ser seguido.

Por fim, o relatório da OCDE discute a alegada visão de curto prazo dos fundos ativistas, um ponto levantado principalmente pelos gestores das empresas-alvo. O documento conclui que não existem evidências empíricas da alegada miopia do mercado e que, mesmo que investissem na companhia apenas por um período limitado, esses investidores poderiam promover mudanças positivas no desempenho de longo prazo das empresas. Na verdade, as evidências empíricas sugerem que é a ausência de uma estratégia de longo prazo criadora de valor que torna a companhia um alvo desses investidores. Em resumo, o trabalho destaca o importante papel dos investidores ativistas, que acabam atuando na coleta e disseminação das informações para investidores mais passivos.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 5, n. 49, set. 2007. Coluna Governança Corporativa: “OCDE elogia ativismo de investidores alternativos”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

APÊNDICE 1.1: PRINCIPAIS DEFINIÇÕES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA SEGUNDO PESQUISAS ACADÊMICAS, INSTITUIÇÕES DE MERCADO E ORGANISMOS INTERNACIONAIS

Definições acadêmicas

- *Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.*
(SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. “A Survey of Corporate Governance”. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, pp. 737-783, 1997.)
- *Corporate governance is the structure that is intended to make sure that the right questions get asked and that checks and balances are in place to make sure that the answers reflect what is best for the creation of long term, sustained value.*
(MONKS, Robert; MINOW, A. G. Nell. *Corporate Governance*. 4ª ed. West Sussex, Inglaterra: John Wiley & Sons, 2003.)
- *Corporate governance is, to a large extent, a set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders.*
(LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. “Investor Protection and Corporate Governance”. *Journal of Financial Economics*, 2000, v. 58, pp. 3-27.)
- *Corporate Governance is the top-level control structure, consisting of the decision rights possessed by the board of directors and the CEO, the procedures for changing them, the size and membership of the board, and the compensation and equity holdings of managers and the board.*
(JENSEN, Michael. *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*. 1ª ed. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 2001.)
- *I define corporate governance as the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated by a firm.*
(ZINGALES, Luigi. “Corporate governance.” In: NEWMAN, Peter [ed.]. *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. Nova York: Macmillan, 1998.)

- *Governança corporativa pode ser entendida como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência.*

(SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa e estrutura de propriedade*. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006.)

Definições de Instituições de Mercado / Organismos Internacionais

- *Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.*

(IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [2009]. 4ª ed. Disponível em: www.ibgc.org.br.)

- *Corporate governance refers to the structures and processes for the direction and control of companies. It concerns relationships among the management, board of directors, controlling shareholders, minority shareholders and other stakeholders. Good corporate governance contributes to sustainable economic development by enhancing the performance of companies and increasing their access to outside capital. The corporate governance activities of the World Bank focus on the rights and equitable treatment of shareholders, the treatment of stakeholders, disclosure and transparency, and the duties of board members.*

(World Bank [2007]. International Financial Corporation. About Corporate Governance Policy Practice. Disponível em: http://www.ifc.org/ifcext/economics.nsf/Content/CG-Corporate_Governance_Policy_Practice.)

- *Corporate governance is about how suppliers of capital get managers to return profits, make sure managers do not misuse the capital by investing in bad projects, and how shareholders and creditors monitor managers.*

(American Management Association. Disponível em: <http://www.amanet.org/>.)

- *CalPERS define “corporate governance” to be the relationship among various participants in determining the direction and performance of corporations. The primary participants are: shareholders; company management (led by the chief executive*

officer); and the board of directors. We recognize that, on its face, this may sound like an overly “American” definition because it does not expressly mention other stakeholder groups (the community, company employees, customers). In CalPERS’ view, companies that are operated with long-term shareholder returns as the primary goal will, ultimately, also reward other stakeholders. Companies that are driven by short-term goals don’t reward anyone in the long-term. We believe that companies that elevate these other stakeholders to the same level as shareholders are really simply diffusing accountability. When a company is accountable to any one of a diverse group of interests, the company is really not accountable to anyone. A CEO can always find some interest, at least on a short-term basis, that is benefited by any single action. Again, if in the long-term shareholders win, everyone else wins too. So, we believe that our definition of Corporate Governance is really not wholly different from the concepts embraced by others within Europe.

(CalPERS. Disponível em: <http://www.calpers-governance.org/viewpoint/speeches/gillan2.asp>.)

- *Corporate Governance is concerned with holding the balance between economic and social goals and between individual and communal goals. The corporate governance framework is there to encourage the efficient use of resources and equally to require accountability for the stewardship of those resources. The aim is to align as nearly as possible the interests of individuals, corporations and society.*

(Sir Adrian Cadbury in “Global Corporate Governance Forum”, World Bank, 2000.)

- *Corporate governance is one key element in improving economic efficiency and growth as well as enhancing investor confidence. Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined. Good CG should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interests of the company and its shareholders and should facilitate effective monitoring. The presence of an effective corporate governance system, within an individual company and across an economy as a whole, helps to provide a degree of confidence that is necessary for the proper functioning of a market economy. As a result, the cost of capital is lower and firms are encouraged to use resources more efficiently, thereby underpinning growth. Corporate governance is only part of the larger economic context in which firms operate that includes, for example, macroeconomic policies and the degree of competition in product and factor markets. The corporate*

governance framework also depends on the legal, regulatory, and institutional environment. In addition, factors such as business ethics and corporate awareness of the environmental and societal interests of the communities in which a company operates can also have an impact on its reputation and its long-term success.

(OECD Principles of Corporate Governance [2004]. Disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf> [versão revisada em 2004].)

- *Corporate governance is the relationship between corporate managers, directors and the providers of equity, people and institutions who save and invest their capital to earn a return. It ensures that the board of directors is accountable for the pursuit of corporate objectives and that the corporation itself conforms to the law and regulations.*

(International Chamber of Commerce. Disponível em: [http://www.iccwbo.org/corporate-governance/.](http://www.iccwbo.org/corporate-governance/))

- *Corporate governance refers to how a corporation is governed. Who has the authority to make decisions for a corporation within what guidelines? This is the corporation's governance. In the United States, the governance of corporations is largely determined by state laws of incorporation. State laws typically say that each corporation must be "managed by or under the direction of its boards of directors." More specifically, corporate boards of directors are responsible for certain decisions on behalf of the corporation. At a minimum, as stated in most state statutes of incorporation, director approval is usually required for amending corporation bylaws, issuing shares, or declaring dividends. Also, the board alone can recommend that shareholders vote to amend articles of incorporation, dissolve the corporation, or sell the corporation. No other person or entity except the board can take these actions. That is why discussions of "corporate governance" often focus on boards.*

(Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism [2005]. Disponível em: www.nacdonline.org.)

- *Corporate governance is not an abstract goal, but exists to serve corporate purposes by providing a structure within which stockholders, directors and management can pursue most effectively the objectives of the corporation.*

(US Business Round Table White Paper on Corporate Governance, September 1997.)

- *Corporate governance is the set of processes, customs, policies, laws, and institutions affecting the way a corporation (or company) is directed, administered or*

controlled. Corporate governance also includes the relationships among the many stakeholders involved and the goals for which the corporation is governed. The principal stakeholders are the shareholders/members, management, and the board of directors. Other stakeholders include labor (employees), customers, creditors (e.g., banks, bond holders), suppliers, regulators, and the community at large.

(Wikipedia. Disponível em: http://en.wikipedia.org/wiki/Corporate_governance.)

QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

- 1) Qual é o seu entendimento sobre governança corporativa? Por que se considera necessário desenvolver mecanismos de governança nas organizações empresariais?
- 2) Quais são os potenciais benefícios internos e externos que a adoção das boas práticas pode acarretar às companhias? Você acredita que a boa governança pode de fato acarretar tais benefícios?
- 3) Por que o tema governança corporativa adquiriu tanta proeminência nas últimas décadas? A seu ver, trata-se de um assunto de interesse temporário (próximo a um modismo corporativo) ou de importância duradoura para os investidores e órgãos reguladores?
- 4) A discussão sobre as práticas de governança corporativa pode gerar impactos macroeconômicos para os países? No seu ponto de vista, a forma como as companhias são governadas pode fomentar ou impactar negativamente o desenvolvimento econômico? Como?
- 5) Quais são os principais mecanismos internos e externos de governança? Em sua opinião, eles têm funcionado de forma adequada no ambiente empresarial brasileiro?
- 6) Qual é o principal desafio de governança do ambiente empresarial brasileiro, *vis-à-vis* o ambiente norte-americano? Qual a diferença marcante na estrutura de propriedade das grandes companhias listadas nos dois países e nos seus subsequentes problemas?
- 7) Quem são os investidores institucionais e qual tem sido seu papel na governança corporativa? No seu ponto de vista, eles têm tido no geral um impacto positivo ou negativo para a temática da governança e o desempenho das companhias?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARROS, Lucas Ayres B. C.; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. “Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital”. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 6, pp. 293-334, 2008.

BAZERMAN, Max H. *Judgment in Managerial Decision Making*. Nova York: John Wiley & Sons, 2002.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. (2002). “Corporate Governance and Control”. *ECGI – Finance Working Paper nº 02/2002*. Disponível em: http://ssrn.com/abstract_id=343461.

BEN-DAVID, Itzhak; HARVEY, Campbell R.; GRAHAM, John R. (2007). “Managerial Overconfidence and Corporate Policies”. *AFA 2007 Chicago Meetings Paper*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=890300>.

BRAV, Alon; JIANG, Wei; PARTNOY, Frank; THOMAS, Randall S. (2008). “The Returns to Hedge Fund Activism”. *ECGI – Law Working Paper nº 098/2008*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1111778>.

BRAV, Alon, JIANG, Wei, KIM, Hyunseob. (2010). “Hedge Fund Activism: A Review. Foundations and Trends in Finance, Forthcoming”. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1551953>.

BREWSTER, Chris; GOERGEN, Marc; WOOD, Geoffrey (2007). “Corporate Governance Regimes, Investments in Human Capital and Economic Growth”. *ECGI – Finance Working Paper nº 188/2007*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1016363>.

CLAESSENS, Stijn. (2003). *Corporate Governance and Development*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=642721>.

DAVIS, Stephen; LUKOMNIK, Jon; PITT-WATSON, David. *The New Capitalists: How Citizen Investors Are Reshaping the Corporate Agenda*. 1ª ed. Boston: Harvard Business School Press, 2006.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. “Separation of Ownership and Control”. *Journal of Law and Economics*, v. 26, pp. 301-327, 1983.

JENSEN, Michael. “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and takeovers”. *American Economic Review*, v. 76, pp. 323-329, 1986.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. “Investor Protection and Corporate Governance”. *Journal of Financial Economics*, v. 58, pp. 3-27, 2000.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa e estrutura de propriedade*. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006.

MAHER, Maria E. and ANDERSSON, Thomas. (2000). “Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth”. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=218490>.

RAJAN, Raghuram G. and ZINGALES, Luigi (2001). “The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century”. *AFA 2001 New Orleans Meetings; CRSP Working Paper nº 526*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=236100>.

¹ Viés cognitivo é a tendência de uma pessoa tomar decisões sistematicamente erradas em função de suas características cognitivas. O fenômeno é amplamente estudado na Psicologia, que analisa como nossas “regras de bolso” ou heurísticas pessoais podem nos levar a fazer julgamentos errados.

² De acordo com o artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas (6.404/76), entende-se por acionista controlador “a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”. Em outras palavras, a Lei entende como acionista controlador aquele acionista ou grupo de acionistas de posse de mais de 50% das ações com direito a voto das companhias e que simultaneamente controla sua gestão. Recentemente, o conceito vem sendo estendido àqueles acionistas que controlam “de fato” suas empresas investidas, mesmo que possuam menos de 50% das ações com direito a voto.

³ Praticamente toda a literatura de governança corporativa parte da premissa de que as pessoas tomam decisões a fim de maximizar seu bem-estar pessoal ou, no jargão econômico, sua utilidade pessoal. Assim, a enorme maioria dos textos, baseados nas premissas da teoria econômica, praticamente ignora o aspecto “ético” do tomador de decisão, isto é, a possibilidade de este tomar decisões “moralmente corretas”, independentemente do resultado para si próprio. Sem dúvida, é possível que algumas pessoas coloquem os aspectos “éticos” ou os interesses organizacionais em

primeiro lugar nas suas decisões. Entretanto, as evidências não permitem supor que esse tipo de comportamento (derivado da reflexão crítica acerca dos impactos de suas decisões e da busca contínua pelas opções “moralmente corretas”) seja algo amplamente difundido entre os indivíduos. Como resultado, a temática da governança corporativa ganha maior relevância exatamente em função da ausência de comportamento ético por parte dos tomadores de decisão.

⁴ De acordo com Bazerman (2002), os seres humanos possuem três “regras de bolso” ou heurísticas fundamentais que nos auxiliam nas tomadas de decisão: i) Heurística de disponibilidade (*Availability*); ii) Heurística de Representatividade (*Representativeness*); e iii) Heurística de ancoragem e ajustamento (*Anchoring and Adjustment*). Embora sejam úteis na maior parte do tempo, essas regras de bolso para nossa sobrevivência nos levam a diversos erros de julgamento, denominados vieses cognitivos. Com base em diversas pesquisas na área de psicologia, o autor identifica 13 vieses cognitivos principais aos quais estamos sujeitos em maior ou menor grau: 1) facilidade de lembrança com base na vivacidade de eventos em nossa memória; 2) facilidade de recuperação; 3) associações presumidas; 4) insensibilidade aos parâmetros populacionais; 5) insensibilidade ao tamanho da amostra; 6) concepção errada de probabilidades; 7) regressão à média; 8) a falácia da associação; 9) ajuste de ancoragem insuficiente; 10) viés de eventos conjuntos e separados; 11) excesso de confiança; 12) a armadilha da confirmação; e, 13) viés da visão retrospectiva. Além desses, existem diversos outros vieses identificados pela literatura. O Web site Wikipédia, por exemplo, apresenta uma relação com cerca de 100 vieses cognitivos (vide http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_cognitive_biases)

⁵ Na verdade, esta não é uma hipótese meramente teórica. Um estudo recente realizado por Barros e Silveira (2008) obteve fortes evidências de que empresas geridas por indivíduos otimistas e/ou excessivamente confiantes são relativamente mais endividadas do que as demais. Outra pesquisa, realizada por Ben-David *et al.* (2007) constatou que empresas com CFOs (diretores financeiros) excessivamente confiantes tendem a aplicar menores taxas de desconto na avaliação de seus projetos de investimento, além de se endividarem mais e pagarem menos dividendos.

⁶ Além de um conselho de administração, outros mecanismos de governança como a necessidade de apresentação do “racional” de grandes projetos para analistas de mercado ou outros acionistas que acompanham a companhia poderia suscitar questionamentos que poderiam levar a mudanças de decisões.

⁷ É importante delimitar o escopo de atuação da governança corporativa. O tema não possui como foco questões relativas à gestão diária das operações, incluindo, por exemplo, programas de qualidade, procedimentos operacionais etc. Logo, apesar de, em última instância, toda a gestão da companhia ser supervisionada pelo conselho de administração e, indiretamente, por seus acionistas, tais atividades competem aos executivos, constituindo aspectos exclusivos de gestão e não de governança das companhias.

⁸ No caso brasileiro, tem-se eventualmente o Conselho Fiscal como órgão adicional de governança em diversas companhias. O Capítulo 9 aborda o Conselho Fiscal em detalhes.

⁹ Os fundos *hedge* são os equivalentes dos fundos multimercado no Brasil. Entre as diversas modalidades de fundos *hedge*, estão os chamados fundos ativistas, que buscam mudanças nas práticas de governança das empresas investidas.

¹⁰ Muitos analistas chegam a utilizar o ativismo dos investidores institucionais como um sinônimo do tema governança corporativa. São exemplos de investidores institucionais com perfil ativista os fundos CALPERS – *California Public Employees Retirement System* (US\$195 bilhões

sob gestão em outubro de 2009) e TIAA-CREF – *Teachers' Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Fund* (US\$250 bilhões no mesmo período).

¹¹ A aquisição hostil ou *hostile takeover* consiste na aquisição do controle de uma companhia (chamada de companhia-alvo ou companhia-objeto) por um terceiro (geralmente um investidor, fundo ou outra empresa) sem que a administração da companhia-alvo tivesse inicialmente interesse na venda do seu controle. Trata-se, portanto, de uma tentativa de aquisição de controle não solicitada pelos administradores de uma determinada companhia. Geralmente é feita por meio de uma oferta pública de aquisição de ações (conhecida nos Estados Unidos como *tender offer*) realizada pelo potencial adquirente para quaisquer acionistas da companhia-alvo interessados em vender suas ações.

¹² Diversos autores argumentam que a onda de aquisições hostis foi resultado, ao menos parcialmente, da deficiência dos mecanismos internos de governança nas empresas, notadamente dos conselhos de administração. Como resultado da baixa eficácia desses mecanismos de governança, tais empresas passaram a aceitar situações de baixa rentabilidade e competitividade, sem iniciativas de reestruturações internas.

¹³ No Brasil, são intituladas pílulas envenenadas ou *poison pills* todas as ações defensivas tomadas pelos administradores de uma companhia-alvo visando evitar que seu controle seja adquirido por uma terceira parte. As *poison pills* mais comuns do ambiente empresarial norte-americano consistem em cláusulas estatutárias (*shareholders rights plans*) que possibilitam aos administradores oferecer novas ações para um grupo específico de acionistas da companhia-alvo a preços baixos em caso de tentativa de aquisição do controle. Nesse caso, os demais acionistas não abrangidos pelo plano (principalmente o interessado em adquirir o controle da companhia), terminariam por ter suas posições acionárias diluídas na companhia, diminuindo substancialmente sua chance de sucesso.

¹⁴ As discussões sobre as *poison pills* precede na verdade os debates sobre governança corporativa. O tema já era debatido em 1985 na revista *The Economist*, por exemplo, enquanto os debates sobre o tema *corporate governance* iriam se intensificar apenas no final da década. Fonte: *The Economist*, 16 de fevereiro de 1985, p. 79. “Nasty pills propping up on Wall Street”.

¹⁵ Muitas companhias privatizadas ou com venda parcial das ações pelo Estado se tornaram as mais líquidas nas bolsas de valores brasileiras, conforme observado nos casos de Vale, empresas do antigo sistema Telebrás e Petrobras (neste caso, uma sociedade de economia mista).

¹⁶ A listagem dupla ou *cross-listing* possibilita a uma determinada companhia negociar suas ações em dois (ou mais) países diferentes. Tecnicamente, a negociação das ações em outros países dá-se por meio de recibos de depósitos de tais ações, os chamados DRs (*Depositary Receipts*). O programa de DRs mais utilizado pelas companhias brasileiras é o ADR (*American Depositary Receipts*), que possibilita a negociação das ações no mercado norte-americano, geralmente na Bolsa de Nova Iorque. O Capítulo 4 discute em mais detalhes o processo de listagem dupla.

¹⁷ Tais como Enron, WorldCom, Tyco, Xerox etc.

¹⁸ Dentre os principais desvios de conduta observados no período destacam-se: a falsificação de demonstrações contábeis, empréstimos para administradores em condições vantajosas, realização de operações utilizando informação privilegiada (*insider trading*) e crimes de evasão fiscal.

¹⁹ Em empresas como Parmalat, Royal Ahold, Vivendi etc.

²⁰ A relação entre a crise financeira global e os problemas de governança nas instituições financeiras foi corroborada por dois relatórios produzidos em 2009 pela OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico): *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key*

Finding and Main Messages e The Corporate Governance Lesson from the Financial Crisis. Ambos estão disponíveis eletronicamente no Web site da organização.

²¹ Os números foram calculados por meio do mecanismo de busca no portal da revista *Exame* (www.portalexame.com.br) utilizando-se a palavra-chave “governança corporativa”. Os dados foram coletados em 22/janeiro/2010.

²² De forma simplificada, o custo médio ponderado de capital de uma companhia (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*) representa seu custo médio do financiamento, levando em conta o custo do capital de terceiros (credores) e do capital próprio (acionistas), bem como os montantes de cada fonte de recursos alocados na companhia. Geralmente é o parâmetro a ser utilizado para a avaliação do lucro econômico de um determinado projeto de investimento da empresa. Mais informações podem ser obtidas no Web site <http://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>.

²³ Haja vista que o valor de uma empresa é dado pelo somatório dos fluxos de caixa livre futuros para a empresa (FCLE) trazidos a valor presente por uma taxa de desconto medida pelo WACC (de acordo com a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, a mais utilizada e aceita para avaliação de empresas). Mais informações sobre essa metodologia podem ser obtidas no Web site <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.

²⁴ A taxa mínima de atratividade de uma companhia geralmente consiste na rentabilidade mínima que ela deve ter em seus projetos de investimento. Assim, à medida que tal taxa se reduz, aumentam o número de projetos viáveis, bem como a rentabilidade dos projetos de investimento.

²⁵ Conforme apresentado adiante no Capítulo 9, esse modelo de processo decisório na alta gestão é baseado no trabalho de Fama e Jensen (1983).

²⁶ Os *stakeholders* podem ser entendidos como os públicos de interesse da companhia. Incluem funcionários, clientes, credores, fornecedores, comunidade e os próprios acionistas. O Capítulo 3 discute em detalhes o papel dos *stakeholders*.

²⁷ Entre os trabalhos, destacam-se os de Maher e Andersson (2000), Rajan e Zingales (2001), Claessens (2003), Goergen, Brewster e Wood (2007).

²⁸ A proteção legal inclui a clareza na definição dos direitos de propriedade e o grau de cumprimento (*enforcement*) das leis e regulamentos. Diversos trabalhos mostram que ambiente legal é importante para a forma de governança das empresas, o desenvolvimento dos mercados e o crescimento econômico.

²⁹ De forma simples, o mercado de capitais significa o mercado de compra e venda de papéis das empresas, notadamente títulos de dívidas e ações. O principal objetivo do mercado de capitais é fornecer às companhias uma oportunidade de captação direta de recursos de longo prazo junto aos investidores. Com isso, elimina-se a necessidade de um intermediário financeiro, captando-se recursos diretamente junto aos agentes poupadores (em uma operação de crédito tradicional, a empresa capta recursos de um banco, que, por sua vez, capta recurso dos agentes poupadores).

³⁰ É sempre importante destacar que, numa economia de mercado, a canalização de recursos dos agentes poupadores para os investimentos produtivos depende de dois fatores: i) da viabilidade econômico-financeira dos empreendimentos; e ii) da confiança dos investidores em relação à obtenção para si dos seus frutos, já que existe o risco de o empreendimento ser rentável, mas seus resultados serem canalizados para outros fins que não para a compensação dos fornecedores de capital. Enquanto a viabilidade econômico-financeira pode ser avaliada por meio de técnicas de orçamento de capital (geralmente quantitativas e baseadas em medidas de retorno ajustado ao risco), a confiança dos investidores depende de um conjunto mais amplo e qualitativo de

fatores. Dentre os fatores qualitativos, destacam-se os relacionados ao ambiente institucional em que a empresa está inserida (tais como os direitos de propriedade e a garantia de cumprimento dos contratos) e as práticas de governança, que visam aumentar a probabilidade dos investidores auferirem um retorno adequado sobre o capital investido.

³¹ A importância dos mercados financeiros para o crescimento econômico já está bem estabelecida desde o final da década de 1990. De acordo com diversos estudos, o resultado é causal, tendo sobrevivido a uma série de diferentes testes econométricos. Como subdivisões dos mercados financeiros, incluem-se o sistema bancário e o mercado de capitais. O desenvolvimento de ambos ajuda o crescimento, tendo em vista que são complementares e não substitutos. Em resumo, para funcionarem bem, o sistema bancário e o mercado de capitais precisam de bons fundamentos, dentre os quais se inclui a boa governança.

³² Vide, por exemplo, La Porta *et al* (2000).

³³ A possibilidade de aquisição hostil depende essencialmente da existência de um mercado de capitais desenvolvido, da relativa pulverização das ações com direito a voto e da inexistência de mecanismos defensivos (*anti-takeover*) muito restritivos nas companhias. Em mercados com elevada concentração acionária nas mãos do grupo controlador, como é o caso do Brasil, esse mecanismo de governança não tem se mostrado relevante na prática.

³⁴ O Apêndice 5.3, do Capítulo 5 descreve resultados de trabalhos recentes que relacionam a questão da governança com a competição no mercado de produtos.

³⁵ Jensen (1986) é o principal expoente dos autores que ressaltam a importância da estrutura de capital como mecanismo de mitigação dos custos de agência.

³⁶ De acordo com Jensen (1986), as empresas com alta geração de caixa (ou alto nível de fluxo de caixa livre) e baixas oportunidades de investimento são as que mais se beneficiariam com o efeito disciplinador do endividamento, já que são aquelas nas quais há maior potencial para a expropriação dos acionistas externos à gestão pelos executivos.

³⁷ Entre outros possíveis fatores que podem levar a uma diferença na estrutura de propriedade das companhias de diferentes países, tais como o grau de desenvolvimento dos mercados.

³⁸ Para informações mais detalhadas sobre o modelo de governança norte-americano, vide o Capítulo 6.

³⁹ Conforme exposto no Capítulo 8, o padrão de estrutura de propriedade brasileira vem mudando desde meados da década de 2000, com o aumento da proporção de empresas com estruturas acionárias mais dispersas. Apesar da importância de tal mudança de padrão, a alta concentração acionária do capital votante permanece como a norma nas companhias brasileiras.

⁴⁰ Segundo a *The Economist* (1990), o problema fundamental de governança nas organizações decorre da mudança do conceito de propriedade no último século e da consequente mudança de postura dos investidores. Segundo a publicação, em vez de entender a compra de ações como a aquisição de uma fatia de uma empresa operacional, muitos investidores passaram a entender a posse de ações como uma espécie de “aposta numa corrida de cavalos”. Fonte: *The Economist*, 5 de maio de 1990, pp.7-20. “Whose firm, whose money”.

⁴¹ A primeira matéria com a expressão “*corporate governance*” publicada na prestigiada revista *The Economist* data de abril de 1989. A matéria versava sobre a mudança de postura dos fundos de pensão nos Estados Unidos, que estavam se tornando cada vez mais ativos contra *poison pills* e outras medidas defensivas adotadas por executivos de grandes companhias. Fonte: *The Economist*, 29 de abril de 1989, 1989. “America’s shareholders break into the boardroom”.

⁴² Como *bonds* no exterior e debêntures no mercado local.

⁴³ De forma peculiar, diversos fundos de pensão no Brasil pertencem ao grupo de controle de algumas companhias abertas, principalmente em decorrência de questões políticas durante o processo de privatização ocorrido nos anos 90.

⁴⁴ Os dados disponíveis pelo Federal Reserve norte-americano referem-se até o ano de 2002. Uma pesquisa recente realizada pelo The Conference Board em 2009 constatou que os investidores institucionais detinham 76,4% das ações das 1.000 maiores companhias norte-americanas ao final de 2007. Vinte anos antes, em 1987, esse percentual era de 46,6%. O trabalho observou ainda que os investidores institucionais norte-americanos detinham cerca de US\$27 trilhões em ativos ao final de 2007, dez vezes mais do que os cerca de US\$2,7 trilhões em 1980. Os fundos de pensão, por sua vez, representam cerca de 40% dos ativos dos institucionais. Fonte: *The 2009 Institutional Investment Report of the Conference Board of Canada*.

⁴⁵ Dados referentes a 2004. Fonte: Davis, Lukomnik e Pitt-Watson (2006, p. 4).

⁴⁶ Mais informações disponíveis no Web site www.icgn.org.

⁴⁷ Franz Müntefering, então líder do Partido Social Democrata em abril de 2005.

⁴⁸ Brav, Jiang e Kim (2010) apresentam um resumo dos principais trabalhos na área.

⁴⁹ Mensurado pela margem Ebitda (lucros antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortização dividido pela receita operacional líquida da companhia).

CAPÍTULO 2

○ PROBLEMA DO AGENTE-PRINCIPAL COMO CERNE DAS QUESTÕES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conceitos apresentados neste capítulo

- Conflito de interesses e o problema do agente-principal;
- Problema de agência, contratos imperfeitos e livre-arbítrio gerencial;
- Determinantes e formas de mitigação dos custos de agência;
- Estrutura de propriedade e custos de agência;
- Conflitos de agência entre acionistas e credores;
- Exemplos práticos do problema de agência dos gestores;
- Apêndice 2.1: Resumo do trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976);
- Apêndice 2.2: A teoria da firma e a economia dos custos de transação.

*The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own...
... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.¹*
(Adam Smith, *The Wealth of Nations*, 1776)

2.1 CONFLITO DE INTERESSES E O PROBLEMA DO AGENTE-PRINCIPAL

Governança corporativa é um tema considerado muito recente. O próprio termo anglo-saxão *corporate governance* inexistia até o início dos anos 1980,² enquanto no Brasil a expressão foi cunhada apenas no final dos anos 1990. Entretanto, as questões fundamentais que ocasionam os problemas de governança nas organizações são antiquíssimas, conforme já citado por Adam Smith em seu célebre *A riqueza das nações*, do final do século XVIII.³ A raiz dos problemas de governança é inclusive mais antiga do que os textos de Smith, sendo relacionada fundamentalmente à natureza humana. Precipuamente, assume-se que as pessoas procuram maximizar seu bem-estar pessoal (ou sua utilidade pessoal, no jargão econômico) ao longo de suas vidas. Trata-se de uma premissa razoável e potencialmente positiva para o fomento da atividade econômica. Em organizações empresariais, entretanto, a busca pela maximização da utilidade pessoal pode levar um indivíduo a tomar decisões prejudiciais a terceiros, principalmente a investidores que confiaram a essa pessoa poder para tomada de decisões em seu interesse. Tem-se então um problema de “governo” ou de direcionamento em tais organizações.⁴

Conceitualmente, a teoria mais aceita para discutir a temática da governança é a do agente-principal.⁵ É ela que explica como ocorrem os problemas de desalinhamento de interesses nas empresas e quais mecanismos podem ser empregados para mitigar seus custos. Jensen e Meckling (1976) realizaram um estudo seminal abordando as relações entre a teoria do agente-principal, estrutura societária e decisões na alta gestão das companhias. O Apêndice 2.1 resume seu trabalho pioneiro, enquanto o Apêndice 2.2 resume os principais elementos da chamada “teoria da firma”, base da teoria do agente-principal.

A essência da teoria do agente-principal está na compreensão e separação de papéis entre agente (tomadores de decisão) e principal (pessoas que confiam as decisões para terceiros). De acordo com Jensen e Meckling,⁶ a relação entre o

principal e o agente pode ser definida como “um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) empregam outra pessoa (o agente) para desempenhar alguma tarefa a seu favor, envolvendo delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente”. A teoria prevê, entretanto, que nem sempre o agente agirá no melhor interesse do principal.⁷ Como resultado, haverá um problema crítico entre ambos, denominado problema do agente-principal ou, mais comumente, problema de agência. No contexto corporativo, o executivo é o agente que recebe uma procuração com poderes para tomar decisões em favor do conjunto de acionistas, seus principais. Como os executivos estão sujeitos às limitações inerentes à natureza humana, os acionistas procuram limitar as divergências por meio do monitoramento das atividades dos executivos e do estabelecimento de incentivos apropriados para eles. Os acionistas incorrem então em custos para alinhar os interesses dos executivos aos seus, os quais são chamados de custos decorrentes da presença do agente ou simplesmente “custos de agência”. Segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são a soma de:

- Custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- Gastos de monitoramento das atividades do agente pelo principal;
- Gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele⁸; e,
- Perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por divergências entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam a riqueza do principal.

Na relação entre acionistas e executivos, os custos do tipo “perdas residuais” são aqueles decorrentes de decisões tomadas pelos executivos que não visam a maximizar a riqueza dos acionistas. A Figura 2.1 descreve como o problema do agente-principal se manifesta nas empresas, incluindo exemplos dos seus custos.

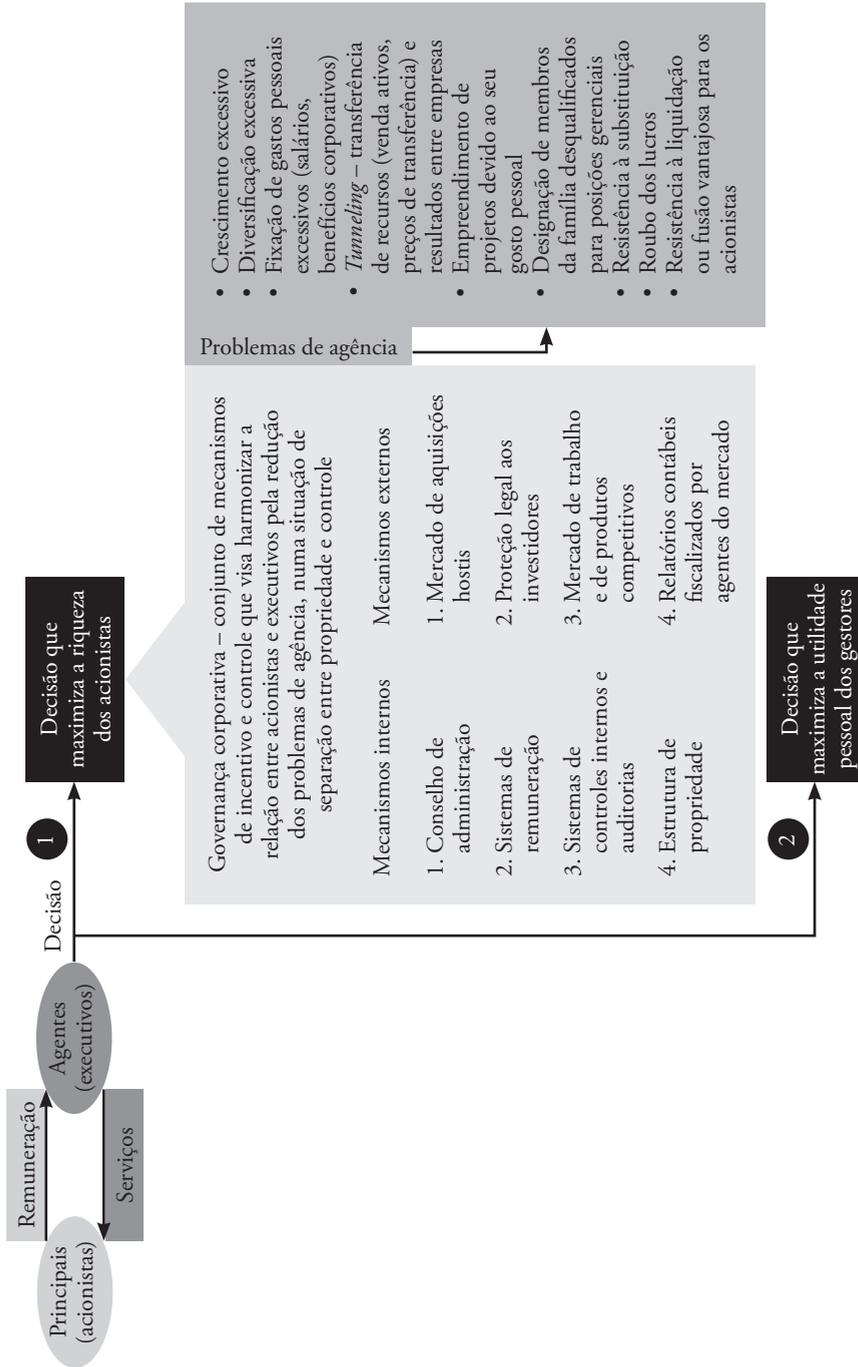


Figura 2.1 – A governança corporativa e o problema do agente-principal.

Fonte: Silveira, Alexandre Di Miceli da. “Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil”. Tese de Doutorado. São Paulo: FEA/USP, 2004, p. 32.

De acordo com a figura, os executivos recebem uma remuneração dos acionistas em troca dos seus serviços especializados de gestão.⁹ Os acionistas esperam que os executivos, seus agentes, tomem decisões do tipo 1, que maximizem sua riqueza. Entretanto, muitas vezes os executivos tomam decisões do tipo 2, isto é, decisões que maximizam a sua utilidade pessoal. A diferença entre a decisão ótima (tipo 1) e a decisão subótima (tipo 2) representa um custo para a empresa decorrente do problema de agência. A literatura é repleta de exemplos desses custos, que podem representar desde uma parcela pequena dos recursos corporativos (como despesas pessoais excessivas alocadas à companhia) até uma parcela muito significativa, que pode comprometer o sucesso de longo prazo da empresa (como diversificações danosas ou crescimento excessivo por meio de aquisições). Ao final do capítulo, são apresentados quatro casos que ilustram a manifestação dos custos de agência.

Ainda com base na figura, pode-se observar que o conselho de administração é um dos principais mecanismos para alinhamento dos interesses entre acionistas e executivos no sistema de governança de uma companhia. Além do conselho, mecanismos internos como o sistema de remuneração dos executivos, e mecanismos externos, como a divulgação de informações periódicas, a presença de um mercado de aquisições hostis e a existência de um mercado de trabalho competitivo também são importantes fontes para a redução do problema de agência. Em conjunto, os mecanismos de governança possuem como objetivo fundamental diminuir a probabilidade da tomada de decisões subótimas (decisões do tipo 2) nas companhias, minimizando os custos de agência.

2.2 PROBLEMA DE AGÊNCIA, CONTRATOS IMPERFEITOS E LIVRE-ARBÍTRIO GERENCIAL

O problema do agente-principal é um elemento da chamada visão contratual da firma.¹⁰ Essa visão se baseia na ideia de que as empresas são basicamente um *nexo*¹¹ de contratos entre clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de insumos e de capital.¹² Sob essa perspectiva, os executivos e acionistas assinariam um contrato que especificaria o que os primeiros deveriam fazer com os recursos corporativos. Idealmente, esse contrato deveria ser completo, isto é, deveria especificar exatamente o que os executivos deveriam fazer a cada instante e como o excesso de caixa deveria ser alocado em cada possível contingência. Entretanto, como muitas contingências são difíceis de serem descritas e previstas, os contratos completos são tecnologicamente inviáveis. Assim, segundo Jensen (2001):¹³ “é claro que, dada a ocorrência de eventos inesperados, nem todos os contratos, sejam eles explícitos ou implícitos, podem ser cumpridos”. Devido ao problema na elaboração dos contratos, os investidores e exe-

cutivos devem alocar os chamados direitos de controle residuais, isto é, os direitos de tomar decisões em circunstâncias não previstas nos contratos. As questões de governança, portanto, decorrem da presença de contratos incompletos.¹⁴

Como os contratos são incompletos e os executivos possuem mais conhecimento do negócio do que os acionistas, os primeiros geralmente ficam com o livre-arbítrio para decidir sobre a alocação dos recursos corporativos em situações não previstas contratualmente. Essa situação dá margem então para um eventual comportamento incorreto dos executivos, visando maximizar seus resultados pessoais em detrimento do valor da companhia.¹⁵ A literatura já identificou diversas formas pelas quais os executivos podem depreciar o patrimônio dos investidores, com destaque para:¹⁶

- Realização de gastos desnecessários ou “*pet projects*”:¹⁷ a tentação para a realização de gastos improdutivos advém do fato de que seus eventuais benefícios serão inteiramente usufruídos pelos executivos, ao passo que a perda de riqueza deles decorrente será socializada com todos os acionistas. Como exemplo, considere uma empresa da qual o principal executivo também é um acionista relevante da companhia, com 60% das ações. A realização de uma despesa desnecessária de \$ 100 reduziria o lucro da organização no mesmo montante.¹⁸ O executivo, entretanto, arcaria com uma perda de riqueza de apenas \$ 60, dividindo os restantes \$ 40 com os demais acionistas, os quais não usufruiriam qualquer benefício. Os gastos desnecessários ou improdutivos podem ocorrer pelas mais diversas formas, incluindo todos os tipos de “mordomias”, como escritórios demasiadamente sofisticados, jatos corporativos desnecessários¹⁹ e outros benefícios pecuniários ou não pecuniários potencialmente supérfluos disponibilizados para a administração;
- Criação de barreiras para sua substituição: quanto maiores forem os benefícios do controle extraídos pelos executivos, mais deverão se apegar aos seus cargos. O desejo de manter o emprego, por sua vez, pode conduzir o executivo a um comportamento de “entrincheiramento”, resultando em decisões que visam a desestimular sua eventual substituição. Um exemplo comum desse tipo de atitude é a criação de medidas defensivas para evitar que a companhia seja adquirida, mesmo que de forma vantajosa para seus acionistas. Outra possível atitude é o investimento sistemático em áreas nas quais o executivo é especialista, mesmo que essa política não maximize o valor da empresa. Similarmente, o receio de perder o emprego poderia levar o executivo a escolher estratégias que maximizam os resultados de curto prazo em detrimento dos de longo prazo, implementando, por exemplo, projetos com *payback*²⁰ mais curtos, ainda que não sejam os mais rentáveis disponíveis. Por fim, o acesso exclusivo a certas informações ou contatos vitais para a companhia, a centralização excessiva e a demissão ou transferência de executivos

talentosos que poderiam vir a ameaçar sua posição são outras formas pelas quais os gestores poderiam procurar se “entrincheirar” em seus cargos;

- Empreendimento de projetos de investimentos que aumentam os benefícios pessoais ou reduzem o risco dos executivos: de acordo com a moderna teoria de finanças, investidores bem diversificados não deveriam se preocupar com o risco total de uma empresa da qual possuem ações, importando-se apenas com a parte sistêmica do referido risco (aquela que não poderia ser eliminada por meio da diversificação de sua carteira pessoal). Para o executivo principal de uma companhia, todavia, tanto o risco sistêmico quanto o específico da companhia são relevantes, na medida em que ambos podem aumentar a probabilidade de dificuldades financeiras ou de falência da organização, aumentando a chance de perda do seu emprego. Logo, o executivo poderia agir mais conservadoramente do que gostariam os acionistas externos à gestão,²¹ o que poderia enviesar as decisões corporativas de financiamento ou investimento.²² Tal ação poderia contribuir, por exemplo, para o crescimento ou diversificação excessivos da organização, uma vez que o gestor provavelmente se sentirá mais seguro numa empresa de maior porte ou mais diversificada;²³
- Estabelecimento de remuneração abusiva para si próprios: uma vasta literatura indica que, quando os executivos assumem controle sobre o processo decisório relativo à sua remuneração, o resultado tende a ser a concessão de remuneração em patamares exagerados e pouco vinculada ao desempenho;
- Dedicção de esforço pessoal insuficiente à gestão da companhia: em algumas situações, os executivos poderiam diminuir o tempo dedicado à empresa como forma de aumentar as perspectivas de sua carreira. A participação em diversos conselhos, entidades ou eventos visando sua promoção pessoal pode ser uma das formas de diminuição do tempo dedicado à companhia, reduzindo a supervisão sobre as operações diárias (e provavelmente sua efetividade como gestor);
- Venda da produção, ativos, ou títulos da companhia abaixo do preço de mercado para outras empresas das quais são acionistas: os mecanismos de preço de transferência e desmonte de ativos (conhecidos internacionalmente como *tunneling*)²⁴, apesar de serem muitas vezes legais, expropriam a riqueza dos demais investidores;
- Seleção de pessoas desqualificadas para posições gerenciais: em diversas situações, os gestores podem promover pessoas “subótimas” para a organização em função de laços familiares ou pessoais, acarretando em um custo para a companhia e seus acionistas ao longo do tempo.

Além dessas formas de expropriação, os gestores também podem prejudicar os acionistas ficando no emprego quando não são mais competentes para dirigir a

empresa. O resultado do oportunismo gerencial sob a forma de expropriação ou má alocação dos recursos corporativos é simples: a redução da quantidade de recursos que os investidores desejariam alocar *ex ante* para financiar a companhia.

2.3 DETERMINANTES E FORMAS DE MITIGAÇÃO DOS CUSTOS DE AGÊNCIA

Os custos de agência variam de magnitude entre as empresas, com algumas sendo propensas a sofrer maiores custos dessa natureza do que outras. Entre os principais fatores que podem determinar um maior nível de custos de agência, destacam-se:

- As preferências dos gestores: executivos com maior senso ético devem levar suas companhias a incorrer em menores custos de agência;
- Custos de monitoramento e dos gastos dos executivos: quanto maior for o custo de monitoramento das decisões e despesas dos gestores, maiores tendem a ser os custos de agência;
- Dificuldade de mensuração do desempenho dos gestores: quanto mais difícil for mensurar o desempenho específico dos executivos, maiores tendem a ser os custos de agência;
- Competição entre potenciais gestores: quanto mais importante for um determinado executivo para a companhia, mais difícil tende a ser sua substituição e maiores tendem a ser os custos de agência.

Além desses determinantes dos custos de agência, Jensen (1986) desenvolveu um importante trabalho no qual demonstra que as empresas com excesso de fluxo de caixa livre²⁵ e poucas oportunidades de investimento tendem a incorrer em maiores custos de agência. Nessas companhias (tipicamente de grande porte e em setores maduros), os executivos teriam maior possibilidade de destruir valor corporativo sem impactar negativamente suas carreiras pessoais. Nesse caso, a solução para mitigar os custos de agência seria a utilização de um maior endividamento como fator gerador de pressão por resultados. Em outras palavras, essas empresas deveriam se endividar mais e distribuir o máximo de dividendos, reduzindo os recursos disponíveis para os executivos e os pressionando-os a obter um fluxo de caixa positivo periódico para o pagamento dos serviços da dívida. É importante notar, entretanto, que, apesar de o efeito disciplinador da dívida poder aumentar a eficiência empresarial, um maior endividamento pode também acarretar aumento dos seus custos de falência.²⁶

Outra possível solução para mitigar os custos de agência viria dos sistemas de incentivo concedidos aos executivos, já que a forma de remuneração tende a induzir comportamentos. No extremo, uma remuneração totalmente fixa, sem qualquer vinculação ao desempenho, pode induzir a um comportamento extremamente avesso a riscos e improdutivo. Por outro lado, uma remuneração baseada excessivamente em resultados de curto prazo pode tornar os agentes propensos a correr riscos excessivos, com prejuízos potenciais para as organizações e seus públicos de interesse. Uma solução parcial para o problema do direito de controle residual nas mãos dos gestores seria a concessão aos executivos de incentivos de longo prazo alinhados aos interesses dos investidores.²⁷ Tais contratos de incentivo podem assumir uma variedade de formas, incluindo distribuição de ações, opções para compra de ações ou outras formas de remuneração variável.²⁸

Alguns autores,²⁹ entretanto, argumentam que o principal problema dos contratos de incentivo é que eles criam um enorme potencial para ganhos extras por parte dos executivos, principalmente quando negociam seu sistema de remuneração com conselhos de administração passivos ou por eles dominados. Como exemplo, os executivos poderiam definir os termos do contrato já sabendo se e em que montante os lucros irão subir, ou poderiam manipular os números contábeis e a política de investimento a fim de aumentar sua remuneração. Como boa parte dos sistemas de incentivo se baseia em indicadores contábeis, destaca-se assim o papel fundamental da contabilidade na governança corporativa. Em resumo, devido aos problemas no estabelecimento de metas e mensuração dos resultados, é difícil acreditar que os contratos de incentivo por si só possam resolver o problema de agência.

Por fim, uma possibilidade mais radical para mitigação dos custos de agência dar-se-ia pela reconfiguração do próprio sistema organizacional da companhia. Uma solução amplamente preconizada³⁰ seriam as compras alavancadas (*leveraged buyouts*), na qual investidores ou fundos específicos³¹ adquiririam o controle de companhias abertas por meio de *takeover* hostis, com recursos captados junto a credores. Como resultado, tais adquirentes seriam forçados a aprimorar substancialmente o desempenho das empresas investidas, de forma a simultaneamente pagar os serviços da dívida contraída e criar valor para si próprios.

2.4 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CUSTOS DE AGÊNCIA

A maior parte da literatura sobre governança corporativa foi desenvolvida para o contexto anglo-saxão, no qual o principal conflito de agência ocorre entre acionistas e executivos em função da estrutura de propriedade pulverizada na maioria das

grandes companhias abertas. Entretanto, a concentração acionária é bem maior no restante do mundo,³² onde é comum a presença de um forte acionista controlador ou bloco de grandes acionistas.³³

A presença de grandes acionistas controladores possui efeitos positivos e negativos esperados para as companhias. O principal efeito positivo esperado é o chamado efeito-incentivo.³⁴ Por terem muitos recursos investidos na companhia, os grandes acionistas possuem maior incentivo para coletar informações e monitorar os executivos. Esse efeito baseia-se na hipótese de que, quanto maior a participação do controlador no capital total da empresa, maior o interesse pela maximização do valor corporativo.³⁵ Assim, os grandes acionistas poderiam, em tese, contornar o problema de agência, já que possuem tanto o interesse na maximização do valor quanto o poder suficiente para terem seus interesses respeitados.³⁶

Entretanto, a concentração acionária também apresenta efeitos negativos esperados, acarretando custos para as empresas. O principal potencial efeito negativo é o chamado efeito entrincheiramento, que ocorre quando, a partir de certa concentração da propriedade, os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados do controle à custa dos demais investidores.³⁷ O efeito entrincheiramento baseia-se na hipótese de que, quanto maior o direito de controle (direito de voto) do controlador, maior a probabilidade de expropriação da riqueza dos outros acionistas.³⁸ Outro custo importante da presença de acionistas majoritários é que estes não são diversificados.³⁹ Como resultado, o fato de terem grande parte de sua carteira pessoal investida numa determinada empresa pode levá-los a minimizar seu risco por meio da diversificação excessiva das atividades ou pelo excesso de conservadorismo nos projetos empreendidos. Logo, os custos potenciais dos grandes acionistas são a expropriação dos outros investidores e a ineficiência resultante da busca por objetivos pessoais não maximizadores de valor.

Como os ambientes empresariais apresentam grande variação de concentração acionária entre os países (estruturas dispersas nos países anglo-saxões *vs.* concentradas nos demais países), os principais problemas a serem enfrentados também tendem a ser diferentes. Segundo Coffee (2005), o principal problema a ser enfrentado nos países com propriedade dispersa é a manipulação dos resultados como forma de aumentar a remuneração pessoal dos executivos. Já nos países com estrutura concentrada, o principal problema tende a ser a extração de benefícios privados do controle pelos acionistas majoritários, muitas vezes por meio de operações com partes relacionadas e outras formas de *self-dealing*.⁴⁰ O quadro a seguir apresenta um resumo das principais predições dessa abordagem.

A concentração da propriedade influencia o tipo de fraude que pode vir a ocorrer nas companhias?

Um estudo de John Coffee, da Universidade de Columbia, argumenta que diferenças na estrutura de propriedade das empresas ocasionam diferenças na modalidade dos escândalos corporativos perpetrados.

Segundo o autor, a propriedade dispersa, comum nos países anglo-saxões, cria incentivos para os executivos manipularem os lucros visando a uma maior remuneração pessoal. Já a propriedade concentrada, mais comum na Europa continental e nos países emergentes, cria incentivos para os controladores realizarem operações obscuras visando à extração de benefícios privados do controle.

Como escândalos representativos dos dois sistemas, Coffee cita os casos Enron e WorldCom nos Estados Unidos e o da Parmalat na Europa. Como resultado, o principal foco dos órgãos reguladores no sistema de propriedade dispersa deveria ser a detecção de resultados inflacionados, enquanto o principal foco dos órgãos reguladores no sistema de propriedade concentrada deveria ser a transferência de recursos para os acionistas controladores por meio de transações com partes relacionadas.

O trabalho apresenta duas conclusões principais. Em primeiro, como o *modus operandi* das fraudes tenderá a ser bem diferente nos dois sistemas, o papel dos órgãos reguladores também deveria ser diferente. Como resultado, Coffee conclui que as reformas adotadas nos Estados Unidos pela Lei Sarbanes-Oxley não são necessariamente o remédio mais apropriado para países com estrutura de propriedade concentrada.

Em segundo, o autor recomenda que, nas companhias com propriedade dispersa, os auditores externos deveriam se reportar a um comitê de auditoria do conselho de administração composto por membros independentes, enquanto nas empresas com propriedade concentrada os auditores deveriam ser selecionados e se reportar aos acionistas minoritários

Fonte: Coffee, John C. (2005). "A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ". *Columbia Law and Economics Working Paper n° 274*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=694581>.

2.5 CONFLITOS DE AGÊNCIA ENTRE ACIONISTAS E CREDORES

Além do conflito de agência entre executivos e acionistas em empresas com alta dispersão acionária e do conflito entre acionistas controladores e minoritários em empresas com alta concentração acionária, um terceiro conflito de agência relevante merece ser mencionado: o potencial desalinhamento entre acionistas e credores. Nesse caso, os acionistas poderiam tomar decisões prejudiciais aos credores que alocaram seus recursos sob a forma de empréstimos e títulos de dívida.

Jensen e Meckling (1976)⁴¹ mostram como os acionistas podem expropriar os credores. Uma das estratégias poderia decorrer do incentivo que os acionistas têm em assumir riscos excessivamente elevados quando utilizam muito capital de terceiros. Como exemplo, suponha uma empresa preponderantemente financiada por dívida. Nesse caso, é possível que os gestores escolham projetos mais arriscados do que gostariam os credores. Isso aconteceria porque, para os acionistas, importará apenas a porção superior da distribuição de probabilidades do projeto, enquanto, para o credor, a porção inferior seria a relevante. Logo, em caso de sucesso do empreendimento, a maior parte dos ganhos iria para os acionistas, uma vez que os credores têm direito apenas à parcela fixa de juros. Já em caso de fracasso, a maior parte dos prejuízos recairia sobre os credores, tendo em vista que a empresa não conseguiria arcar seus compromissos assumidos com eles.⁴²

Uma segunda estratégia dar-se-ia pela tendência ao subinvestimento. Quando a empresa está fortemente endividada e há uma probabilidade considerável de falência, novos investimentos financiados com capital próprio poderiam deixar de ser feitos, mesmo que possuíssem VPL⁴³ positivo. Isso ocorreria porque a maior parte, ou mesmo todo o ganho com o projeto, iria para os credores (sendo absorvido no pagamento de juros), não interessando ao acionista alocar seus recursos próprios nessa situação.

Um terceiro problema de agência entre credores e acionistas é denominado de incentivo ao “esvaziamento da propriedade”. Nesse caso, na iminência da bancarrota, os acionistas poderiam promover uma retirada maciça de capital próprio, via pagamento de dividendos extraordinários ou por outros meios, de forma a restar pouco para os credores quando da liquidação da firma.

2.6 EXEMPLOS PRÁTICOS DO PROBLEMA DE AGÊNCIA DOS GESTORES

O problema de agência pode se manifestar de várias formas nas organizações empresariais. A seguir, são apresentados cinco casos recentes:

Exemplo 1 de problema de agência dos gestores O caso Jack Welch – GE (2002)

Jack Welch atuou como Diretor-Presidente (CEO – *Chief Executive Officer*) da General Electric (GE) por quase 20 anos, até se aposentar em 2001. Durante o período, a companhia apresentou um aumento de sua capitalização de mercado da ordem de US\$ 250 bilhões de dólares, chegando ao topo na lista das empresas mais admiradas dos Estados Unidos. Apesar de o venerado executivo ter tido um desempenho operacional excelente, deixou a desejar na adesão às melhores práticas de governança.

Em setembro de 2002, o jornal *The New York Times* publicou uma matéria que fornecia detalhes dos benefícios que a GE deveria pagar a Jack Welch durante toda sua vida, mesmo após ter se aposentado. Tais benefícios somente se tornaram públicos em função de um relatório apresentado pela ex-esposa de Welch em seu processo de divórcio à época, não tendo sido divulgados pela companhia para seus acionistas até então.

De acordo com a publicação, a lista de benefícios de Welch pagos pela GE incluía: a utilização permanente de um apartamento da companhia em Manhattan com todas as despesas pagas (incluindo flores, vinhos, comida, jornais, empregados etc.), TV por satélite em suas quatro casas, acesso aos jatos Boeing 737 e helicópteros da GE, carros com motoristas, camarotes em diversos eventos esportivos e culturais (como jogos do time de basquete do New York Knicks e torneio de tênis do US Open), entre outros benefícios. Além dos benefícios, Welch havia assegurado para si um contrato de consultoria vitalício com a companhia no valor mínimo de US\$ 86.535 por ano para os primeiros 30 dias de trabalho, com acréscimo de US\$ 17.307 para cada dia extra.

Vale a pena destacar que a remuneração total do executivo no ano de 2000 (seu último ano completo na empresa antes de se aposentar) havia sido de US\$ 16,7 milhões, e que Welch possuía uma fortuna estimada em cerca de US\$ 900 milhões (apenas em ações) na ocasião.

Dois pontos chamam a atenção no caso de Welch: o papel do Comitê de Remuneração na aprovação de tal plano de benefícios e a não divulgação de seu teor aos acionistas (e proprietários) da companhia. Em relação ao primeiro aspecto, a especialista em governança corporativa Nell Minow afirmou em entrevista ao *The New York Times* que uma análise criteriosa da composição do Comitê de Remuneração teria deixado evidente a falta de independência de seus membros. Enquanto dois dos

componentes tinham outros negócios com a GE, o terceiro era CEO de uma companhia que havia sido amplamente criticada por suas práticas de governança. Em relação ao segundo aspecto, a ausência de transparência evidencia um claro desalinhamento em relação aos princípios da boa governança.

Fonte: "G.E. Expenses for Ex-Chief Cited in Filing". The New York Times, 06 set. 2002.

Exemplo 2 de problema de agência dos gestores **O caso Occidental Petroleum (1990)**

A empresa petrolífera norte-americana Occidental Petroleum foi fundada por Armand Hammer e por ele gerida até 1990, quando do seu falecimento, aos 92 anos de idade. Hammer era conhecido como empreendedor de grande sucesso. Porém, na última década de sua vida, implementou estratégias bastante criticadas que resultaram na redução do valor das ações da empresa em um período no qual outras petrolíferas triplicaram de valor.

Um exemplo particularmente visível do tipo de decisão que desagradava a muitos acionistas foi a construção de um luxuoso museu para abrigar a coleção de arte de Hammer, a um custo para os acionistas de US\$ 120 milhões.

Quando se soube, em 10 de novembro de 1989, que Hammer dera entrada na UTI de um hospital californiano, espalhou-se o boato de que o presidente de 91 anos estava gravemente enfermo. Com base nesse boato, o preço da ação da Occidental subiu de US\$ 28 para US\$ 31, ocasionando um acréscimo total de valor aos acionistas de US\$ 300 milhões. Considerando a idade de Hammer, seus problemas de saúde não poderiam ser totalmente inesperados. Logo, o aumento de valor de mercado de US\$ 300 milhões provavelmente subestima a extensão dos danos causados ao valor da empresa por ele.

Na segunda-feira seguinte, reportou-se que Hammer tinha ido ao hospital para um ajuste de rotina do seu marca-passo. O preço da ação da Occidental reagiu a essa informação recuando US\$ 2 e dissipando grande parte do ganho anterior.

Fonte: Grinblatt, M.; Titman, S. Financial Markets and Corporate Strategy. Nova York: McGraw-Hill, 1998.

Exemplo 3 de problema de agência dos gestores **Caso Walt Disney distingue boas práticas do que prevê a Lei**

Os problemas de governança na Walt Disney há tempos ocupam o noticiário especializado. De um lado estão Michael Eisner, Diretor-Presidente (CEO) e Presidente do conselho de administração, e os executivos e conselheiros por ele indicados. Do outro, os acionistas da companhia.

Em outubro de 2004, os acionistas da Disney processaram os conselheiros por terem aprovado a contratação do executivo Michael Ovitz, em 1995, com uma cláusula de rescisão contratual que lhe permitiu deixar a empresa 14 meses depois recebendo um pacote de remuneração astronômico no valor de US\$ 140 milhões. Ovitz, amigo de longa data do CEO Eisner, tornou-se presidente da Creative Artists, uma das empresas do grupo. Como defesa, os advogados dos conselheiros argumentaram que o executivo era tão requisitado que a única maneira de seduzi-lo seria um pacote muito atrativo em caso de demissão.

No início de agosto de 2005, o juiz William Chandler III, do distrito de Delaware, promulgou sua sentença. Apesar de concordar que o valor de US\$ 140 milhões por um período de 14 meses é de “tirar o fôlego”, o juiz decidiu rejeitar a acusação de que os conselheiros haviam infringido seus deveres fiduciários para com os acionistas.

Na sentença, o juiz repreendeu os conselheiros e Eisner, mas tomou sua decisão fazendo a distinção entre as melhores práticas de governança e a lei. Segundo Chandler, “encorajamos fortemente os conselheiros e executivos a seguirem as melhores práticas”, porém “a lei não pode considerar os administradores culpados por não agirem de acordo com tais práticas”.

Segundo a regra do “julgamento de negócios” de Delaware, os administradores são protegidos pela lei caso seja demonstrado que seguiram os procedimentos corretos e tomaram a decisão com boa-fé. Nesse sentido, o juiz Chandler afirma que o pior que pode ser dito dos conselheiros da Disney é que eles poderiam ser culpados não por má-fé, mas por uma “negligência ordinária”, considerada insuficiente para caracterizar a infração da responsabilidade fiduciária. A decisão, apesar de controversa, foi apoiada por muitas pessoas do mercado. Havia a sensação de que uma eventual penalização ao conselho da Disney poderia levar a uma aversão a risco coletiva que paralisaria os conselhos norte-americanos na tomada de decisões importantes (e, muitas vezes, arriscadas).

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 3, n. 25, set. 2005. Coluna Governança Corporativa: “Caso Disney distingue boas práticas do que prevê a lei”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Exemplo 4 de problema de agência dos gestores Estudo mostra utilização frequente de jatos corporativos para fins pessoais pelos CEOs norte-americanos

Um estudo da agência de pesquisas em governança corporativa The Corporate Library em 2007 intitulado *Up, Up and Away – Personal Use of the Corporate Jet* mostrou que, apesar dos avanços em práticas de governança nos últimos anos, os executivos norte-americanos continuam tendo acesso a muitos benefícios não pecuniários decorrentes de suas posições. O levantamento constatou que 54% dos CEOs de 215 grandes empresas do país utilizam aviões corporativos para fins não relacionados a atividades de negócios.

Em média, o uso de jatos corporativos para fins pessoais pelos CEOs custa, anualmente, cerca de US\$ 183 mil para as companhias. Como exemplo de casos extremos, o estudo constatou que David Hanna, executivo da Compu-Credit, e Michel McGrath, da i2 Technologies, geraram gastos ao redor de US\$ 1 milhão para suas empresas com viagens fora do trabalho. Os números do estudo puderam ser contabilizados graças às novas regras de *disclosure* para remuneração instituídas pela SEC em 2006, que passou a exigir a apresentação detalhada de todos os benefícios (pecuniários ou não) auferidos pelos cinco principais executivos das companhias abertas.

A pesquisa constatou ainda que esposas e outros familiares de 29 CEOs também utilizaram aeronaves corporativas para fins pessoais. De acordo com o autor do estudo, Paul Hodgson, em entrevista ao periódico *Financial Week*, “os executivos deveriam, no mínimo, reembolsar às companhias os custos equivalentes da compra de passagens aéreas em empresas comerciais e, idealmente, todos os valores incrementais associados com viagens aéreas pessoais”.

Fonte: Revista Capital Aberto, ano 5, n. 50, out. 2007. Coluna Governança Corporativa: “54% dos CEOs usam jatos corporativos para fins pessoais”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Exemplo 5 de problema de agência dos gestores Ex-CEO da NYSE deverá devolver US\$ 100 milhões do seu pacote de remuneração

As bolsas de valores devem ser um dos principais guardiões das boas práticas de governança corporativa. Entretanto, nem sempre os fatos seguem essa lógica. Em 19 de outubro de 2006, um juiz da Suprema Corte de Justiça ordenou que o ex-CEO da bolsa de Nova Iorque (NYSE), Richard Grasso, de-

volvesse cerca de US\$ 100 milhões de seu polêmico pacote de remuneração. O processo teve início pelas mãos do promotor de Nova York, que tentou reaver parte dos US\$ 187 milhões recebidos por Grasso em 2003. Além de considerar a remuneração abusiva — a lei que regulamenta as organizações sem fins lucrativos proíbe pagamentos considerados excessivos —, o promotor acredita que os conselheiros da NYSE foram enganados por Grasso para aprovar seu pacote de remuneração.

O ex-CEO se defendeu publicamente afirmando que os conselheiros estavam cientes do pacote quando ele foi aprovado. O principal problema diz respeito a um plano de aposentadoria executiva suplementar, denominado SERP (*Supplemental Executive Retirement Plan*) que muitas empresas mantêm para seus executivos. De acordo com o juiz, Grasso não divulgou com clareza aos conselheiros o crescimento exponencial de sua remuneração por meio do SERP, de US\$ 36 milhões, em 1999, para mais de US\$ 100 milhões, menos de três anos depois.

Segundo o juiz, Grasso falhou ao não divulgar a quantia do SERP, obstruindo o trabalho do comitê de remuneração do conselho da entidade.

Por outro lado, de acordo com o site do jornal *ABC News*, o juiz expressou ter ficado “chocado” com a negligência dos conselheiros. “Uma instituição, lucrativa ou sem fins lucrativos, admitir honestamente que desconhecia um passivo de mais de US\$ 100 milhões constitui uma clara violação do dever de zelo. O fato de ser um passivo junto a um executivo é ainda mais chocante”. Todos os montantes devolvidos por Grasso deverão ser usados em programas de educação para investidores da bolsa de valores.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 4, n. 39, nov 2006. Coluna Governança Corporativa: “Justiça exige que ex-CEO da NYSE devolva US\$100 milhões”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

■ APÊNDICE 2.1: RESUMO DO TRABALHO SEMINAL DE JENSEN E MECKLING (1976)⁴⁴

A estrutura de propriedade e os conflitos de interesse na alta gestão das empresas sempre estiveram no centro das discussões sobre governança corporativa. O próprio trabalho de Berle e Means (1932), considerado por muitos o marco inicial do tema, teve como objetivo analisar a composição acionária das grandes empresas norte-americanas e descrever como os inevitáveis conflitos de interesse decorrentes de

estruturas de propriedade pulverizadas poderiam influenciar o desempenho e valor das companhias.⁴⁵

O desenvolvimento das pesquisas em governança corporativa dependia, portanto, da criação de uma teoria que deixasse de analisar as empresas como caixas pretas e passasse a explicar como a alocação de capital entre acionistas e os objetivos conflitantes de gestores dentro das companhias poderiam afetar as decisões e o desempenho empresarial. Durante o século XX, foram desenvolvidos estudos em áreas correlatas que ampliaram a compreensão sobre o funcionamento das empresas, como os de Coase (1937, 1960), Alchian (1965, 1968), Alchian e Demsetz (1972), Ross (1973), Heckerman (1975) e Klein (1976).

Apesar da indiscutível relevância desses trabalhos, o artigo de Jensen e Meckling (1976) é considerado, sob o ponto de vista da economia financeira, seminal na linha de pesquisa em governança, um verdadeiro divisor de águas a partir do qual foram geradas novas modelagens teóricas e desenvolvidos inúmeros trabalhos empíricos. Especificamente, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) apresentou três contribuições principais: i) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade⁴⁶ das companhias baseada nos inevitáveis conflitos de interesses individuais e com predições testáveis empiricamente; ii) a definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre propriedade e controle presente nas empresas; e iii) a elaboração de uma nova definição da firma, apresentando-a como uma mera ficção legal que serve como um ponto de ligação (*nexo*) para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos.⁴⁷ Sob uma perspectiva mais ampla, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) contribuiu para a própria definição do termo “governança corporativa”, que passou gradativamente a ser visto como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência”.

O artigo de Jensen e Meckling (1976) inicia com a descrição do teor dos relacionamentos e custos de agência presentes nas organizações, principalmente os custos decorrentes dos relacionamentos entre executivos e acionistas e entre credores e acionistas. Na sequência, o trabalho parte para a formalização da teoria da estrutura de propriedade, que é construída com base nos *trade-offs* disponíveis para o empreendedor/gestor entre a manutenção de suas ações, emissão de ações para investidores externos ou emissão de títulos de dívida. O trabalho é concluído com a apresentação de possíveis extensões da análise realizada, incluindo a aplicação em outras formas de organização.

Um ponto-chave que marca a seção inicial do trabalho de Jensen e Meckling (1976) é a definição dos autores sobre o relacionamento de agência: “um contrato em que uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”.⁴⁸ Se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o

agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. No caso da relação entre acionistas e executivos, os acionistas poderiam limitar as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados para eles. Dessa forma, os acionistas incorreriam em custos para alinhar os interesses dos gestores aos seus, os chamados de custos de agência.⁴⁹

Após apresentar o conceito de custos de agência, os autores partem para a modelagem conceitual do relacionamento entre acionistas e executivos, que levará à criação da sua teoria de estrutura de propriedade. Jensen e Meckling (1976)⁵⁰ iniciam sua formalização analisando o nível de utilidade percebido por um acionista único, que atua também como gestor principal de uma firma hipotética. Buscando maximizar sua utilidade, esse indivíduo acumulará certa quantidade de benefícios pecuniários e não pecuniários derivados de sua atividade de gerenciamento da empresa. Na ausência de impostos, a combinação ótima dos benefícios pecuniários⁵¹ e não pecuniários será atingida quando a utilidade marginal de uma unidade monetária adicional de gastos com ambos os tipos de benefícios for igual, igualando-se ainda à utilidade marginal proporcionada por uma unidade monetária adicional de riqueza. Nesse caso, cada unidade monetária despendida com benefícios “supérfluos” (que não contribuem para uma maior produtividade da firma) reduziria na mesma proporção a riqueza disponível para o acionista.⁵²

Na sequência, os autores analisam o momento no qual o acionista/gestor inicial desfaz-se de parte de suas ações, negociando-as no mercado. Quando ocorre o lançamento das ações, a situação de equilíbrio descrita se altera. Agora, ele não mais terá uma redução de riqueza na mesma proporção em que aumentam seus benefícios pecuniários e não pecuniários. Suponha, por exemplo, que ele detenha 80% das ações da empresa. Sendo o principal gestor do negócio, poderá acumular benefícios para si, aumentando sua utilidade total. Todavia, arcará com apenas 80% dos custos associados a essas despesas. Ou seja, para cada real extra em gastos improdutivos, sua riqueza será reduzida em 80 centavos. O restante será absorvido pelos outros acionistas. Nesse caso, o administrador tenderá a aumentar o volume de benefícios acumulados, estabelecendo-se o conflito de interesses. No limite, quando os gestores da firma não participam de sua propriedade, o nível de despesas supérfluas será o maior possível (dentro o critério de maximização da utilidade), já que não representarão custos para estes.

Partindo desse raciocínio, os autores desenvolvem sua teoria sobre as implicações do relacionamento de agência entre executivos e os proprietários da firma. Através da análise microeconômica, os autores identificam os custos máximos e mínimos de agência e como eles serão levados em consideração pelo mercado. Como exemplo, caso os acionistas externos à companhia percebam a existência de elevados custos de agência, poderão descontá-los do preço das ações no momento em que a empresa quiser captar recursos no mercado, transferindo, dessa forma, os referidos custos para a própria empresa.

Jensen e Meckling abordam ainda o relacionamento de agência entre acionistas e credores. Os acionistas, agindo em seu próprio interesse, poderiam expropriar a riqueza dos credores de diversas formas, entre as quais: i) pelo incentivo que os acionistas têm para assumir riscos muito elevados utilizando o capital de terceiros; ii) pela tendência ao subinvestimento de recursos dos acionistas em empresas altamente endividadas; e, iii) pelo “esvaziamento da propriedade” quando na iminência da bancarrota.⁵³ Como solução para os problemas de agência entre executivos e acionistas e entre acionistas e credores, Jensen e Meckling (1976) propõem que a redução dos custos decorrentes dos desalinhamentos de interesses pode ser alcançada por meio de diversos mecanismos (sempre envolvendo custos para uma ou ambas as partes), tais como: procedimentos de monitoração, restrições contratuais, elaboração periódica de diversos tipos de relatórios, realização de auditorias e criação de um sistema de incentivos que alinhem os interesses das partes divergentes.

■ APÊNDICE 2.2: A TEORIA DA FIRMA E A ECONOMIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

A teoria da firma é o alicerce conceitual em que se estabelecem os estudos sobre governança corporativa. Ela surgiu como contraponto à teoria neoclássica, que, apesar do seu formalismo e rigor na construção dos modelos, retratava as empresas de maneira rudimentar. Entre os principais trabalhos da teoria da firma no século XX, destacam-se os de Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972) e Williamson (1975), entre outros.

A abordagem de Coase (1937)

Ao tentar descobrir por que uma empresa emerge em uma economia especializada de trocas, Coase (1937) criou a abordagem dos custos de transação (custos de acionar o mercado) para explicar a existência das empresas. Essa abordagem é o ponto de partida para toda a teoria da firma. Segundo Coase (1937), a alocação de recursos dentro da empresa se torna viável apenas se o custo de coordenar os recursos por arranjos de mercado (denominado custos de transação ou custos de acessar o mercado) exceder o custo de gerenciá-los dentro da empresa. Entre tais custos de organização internos estariam os custos de agência, foco dos estudos de governança corporativa. Assim, na perspectiva de Coase, as empresas e mercados (sistema de preços) seriam substitutos entre alternativas diferentes de coordenar o uso dos recursos. Como resultado, se os custos de transação se tornassem baixos

(em relação aos custos gerenciais), as atividades empreendidas dentro das empresas passariam a ser realizadas pelo mercado. No limite, se os custos de transação fossem nulos, as empresas deixariam de existir, e todas as atividades seriam empreendidas pelo mercado. De forma oposta, se os custos de transação fossem proibitivamente altos, o mercado seria abandonado em favor das atividades dentro das empresas. Em resumo, a visão de Coase para o aumento dos custos de transação é a substituição do mercado pelas empresas.

A abordagem de Alchian e Demsetz (1972)

Alchian e Demsetz (1972) desenvolveram outro estudo seminal para o entendimento dos problemas de governança. Segundo os autores, as firmas servem para lidar com os problemas criados pelos conflitos de interesse entre membros de uma equipe. O argumento é baseado em duas hipóteses: (1) a cooperação é mais produtiva quando alcançada por uma equipe organizada do que por meio dos esforços individuais ligados por mercados pessoais; (2) uma equipe organizada exacerba o problema de mensuração de desempenho e de atribuição de responsabilidade dos membros da equipe em relação ao sucesso ou fracasso do esforço cooperativo. Dessa forma, a necessidade da equipe para a produção surge como resultado das interdependências. Essa interação sinérgica torna difícil, eventualmente impossível, isolar a contribuição atribuível a um único indivíduo (insumo de produção) para o valor da produção. A sinergia aumenta, portanto, a produtividade da organização em equipe quando comparada com a produção por pessoas agindo por conta própria como unidades de produção autônomas. A dificuldade crescente, causada pela sinergia, em isolar o produto marginal de um insumo de produção específico faz com que o problema da “vadiagem” (ou desperdício) do trabalho se torne importante. Esse problema decorre da tendência de cada indivíduo da equipe maximizar sua utilidade, mesmo que à custa do esforço da equipe. Como os ganhos decorrentes da fuga do trabalho são direcionados para o indivíduo oportunista e os custos são difundidos coletivamente, a maximização da utilidade faz com que os membros da equipe se comportem de forma a comprometer a eficiência da equipe. Segundo os autores, o problema do oportunismo é reduzido pela presença de um sistema organizacional eficaz de incentivos contendo: esforços de monitoramento empreendidos pelo gestor (com direito a demitir e promover empregados) e remuneração do gestor decorrente do lucro após a firma pagar todos os seus custos contratados. Em resumo, a necessidade de controlar a quantidade de atitudes oportunistas se resolve pela supervisão da mão de obra e pelo alinhamento de interesses com base na retenção do lucro pelo gestor.

A abordagem de Williamson (1975)

Visando a responder a pergunta básica: a empresa deve fazer ou comprar um determinado insumo? Williamson (1975) elaborou uma explicação para a integração vertical das empresas com base na especificidade dos ativos e na eliminação da possibilidade de oportunismo. De acordo com o autor, o controle dos ativos por um único proprietário seria um método efetivo para reduzir o impacto do comportamento oportunista na execução de uma determinada atividade. A produtividade da integração vertical estaria na habilidade em reduzir os gastos necessários para a proteção das partes cooperativas em relação a um comportamento oportunista. Por outro lado, em uma hipotética situação de ausência de oportunismo, a troca pelo mercado seria a forma mais eficiente de cooperação. Williamson (1975), portanto, enfatizou a governança das relações ou dos arranjos contratuais.

QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

- 1) Qual tem sido a teoria mais utilizada para explicar a temática da governança corporativa? Explique-a sucintamente, descrevendo sua premissa fundamental e como a questão da governança é vista a partir dessa teoria.
- 2) Como você define custos de agência? Descreva suas quatro modalidades principais e apresente exemplos de como tais custos podem ser manifestar no cotidiano das organizações empresariais.
- 3) Os custos de agência devem ocorrer com a mesma magnitude em diferentes empresas? Em caso negativo, que fatores podem levar algumas companhias a incorrer em maiores custos de agência do que outras?
- 4) Os credores também podem sofrer com os conflitos de agência? Como? Em sua opinião, isso de fato ocorre na prática?
- 5) Você acredita que a Teoria de Agência é suficiente para cobrir todos os aspectos relativos à governança corporativa? Caso negativo, que lacunas não são abordadas pela teoria e devem ser completadas por outras abordagens?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALCHIAN, Armen. “The Basis of Some Recent Advances in the Theory of Management of the Firm”. *Journal of Industrial Economics*, v. 14, n. 2, pp. 30-44, 1965.

_____. “Corporate management behavior and property rights”. In: *Economic Policies and the Regulation of Securities*. Washington D.C.: American Enterprise Institute, 1968.

ALCHIAN, Armen; DEMSETZ, Harold. “Production, information costs and economic organization”. *American Economic Review*, v. 62, pp. 777-795, 1972.

BEBCHUK, Lucian. “A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control”. *NBER Working Paper N° W7203*, Harvard Law School, jul. 1999.

BERLE, Adolph; MEANS, Garnier. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova York: Macmillan, 1932.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H.; LANG, Larry H.P. “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings”. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 6, pp. 2741-2771, dez. 2002.

COASE, Ronald. “The Nature of the Firm”. *Economica*, v. 4, pp. 386-405, 1937.

_____. “The Problem of Social Cost”. *Journal of Law and Economics*, v. 3, pp. 1-44, 1960.

COFFEE, John C. “A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ”. *Columbia Law and Economics Working Paper N° 274*. Mar. 2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=694581>.

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”. *Journal of Political Economy*, v. 93, n. 6, pp. 1155-1177, dez. 1985.

DOBIJA, Dorota (2008). “Emergence of Corporate Contract Set, Governance and Accountability: Standing Orders of the East India Company, 1600-1621”. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1159928>.

FAMA, Eugene. "Agency Problems and the Theory of the Firm". *Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, pp. 288-307, 1980.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*, v. 26, pp. 301-327, jun. 1983.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. *Financial Markets and Corporate Strategy*. 1ª ed. Nova York: McGraw-Hill, 1998.

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives". In: MCCALL, John (Org.). *The economics of information and uncertainty*. Chicago: University of Chicago Press, 1982.

HECKERMAN, D. G. "Motivating Managers to Make Investment Decision". *Journal of Financial Economics*, v. 2, n. 3, pp. 273-292, 1975.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, v. 3, pp. 305-360, out.1976.

JENSEN, Michael. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *American Economic Review*, v. 76, pp. 323-329, mai. 1986.

JENSEN, Michael. *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*. 1ª ed. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 2001.

JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. "Tunneling". *American Economic Review*, v. 40, pp. 22-27, 2000.

KLEIN, William A. *Legal and Economic Perspectives on the Firm*. Manuscrito não publicado. Los Angeles: UCLA, 1976.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. "Corporate Ownership Around the World". *Journal of Finance*, v. 54, pp. 471-517, 1999.

ROSS, Stephen A. "The Economic Theory of Agency: the Principal's Problem". *The American Economic Review*, v. 63, n. 2, pp. 134-139, 1973.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. “Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade”. *RAE – Revista de Administração de Empresas da EAESP/FGV*, v. 48, pp. 79-85, 2008.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. “A Survey of Corporate Governance”. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, pp. 737-783, 1997.

STULZ, Rene M. “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies.” *Journal of Financial Economics*, v. 26, n. 1, pp. 3-27, jul. 1990.

TIROLE, Jean. *The Theory of Corporate Finance*. 1ª ed. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2006.

WILLIAMSON, Oliver. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. 1ª ed. Nova York: The Free Press, 1975.

YERMACK, David. (2008). “Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns”. *AFA 2005 Philadelphia Meetings*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=529822>.

ZINGALES, Luigi. “Corporate Governance”. In: NEWMAN, Peter (Ed.). *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. Nova York: Macmillan, 1998.

¹ Tradução livre: “Sendo os conselheiros dessas companhias [listadas em bolsa], entretanto, mais gestores do dinheiro de outras pessoas do que dos seus próprios recursos, não se pode esperar que eles supervisionem sua utilização com a mesma inquieta vigilância com a qual os acionistas de uma entidade de capital fechado supervisionarão os seus recursos... Negligência e profusão, portanto, devem sempre vigorar, em maior ou menor grau, na gestão dos negócios das companhias de capital aberto”.

² Zingales (1998).

³ Os mecanismos de governança são inclusive anteriores ao texto clássico de Adam Smith. Dobija (2008), por exemplo, descreve os mecanismos de governança existentes na Companhia das Índias Orientais entre 1600 e 1621, considerada a primeira “corporação” do mundo com ações livremente negociadas.

⁴ Especificamente, a discussão sobre governança corporativa surgiu como resposta a diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos em empresas com estrutura de propriedade pulverizada e de acionistas minoritários por controladores em empresas com alta concentração acionária.

⁵ Diversos textos traduzem a *Agency Theory* como teoria de agência. Trata-se de uma tradução literal, porém não muito clara.

⁶ Jensen e Meckling (1976, p. 308).

⁷ Novamente, assumindo que ambas as partes buscarão maximizar sua satisfação pessoal.

⁸ Chamados de “*bonding costs*”, no original.

⁹ A figura também pode ser aplicada ao conceito de empresas com presença de um acionista controlador ou grupo de controle definido. Neste caso, todos os acionistas, incluindo os minoritários, atuam como principal, sendo os controladores simultaneamente agentes e principais.

¹⁰ Desenvolvida, entre outros, por Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972) e Fama e Jensen (1983).

¹¹ A palavra *nexo* pode ser entendida nesse contexto como a união entre duas ou mais coisas.

¹² Segundo Jensen (2001, p.1), não haveria nem mesmo a necessidade do debate sobre governança corporativa caso estivessemos em um mundo no qual todas as contingências futuras pudessem ser descritas *ex ante* nos contratos.

¹³ Jensen (2001, p. 33).

¹⁴ Conforme exposto por Zingales (1998, p.16).

¹⁵ Conforme observado por Tirole (2006, p.15), a separação entre fornecedores de recursos e tomadores de decisão cria um “risco moral” (*moral hazard*) que pode levar a uma amplitude de problemas, tais como um baixo nível de esforço pessoal do gestor ou apropriação de benefícios corporativos exclusivamente para si.

¹⁶ Um resumo de resultados de trabalhos evidenciando os custos de agência na prática pode ser encontrado em Shleifer e Vishny (1997, p.746).

¹⁷ Os “*pet projects*” são projetos empreendidos por executivos com a finalidade de satisfazer a algum desejo pessoal, sem vínculo com necessidades da companhia e geralmente acarretando destruição de valor.

¹⁸ Ignorando impostos, por simplicidade.

¹⁹ Um caso amplamente citado pela literatura é o da RJR Nabisco, companhia-alvo de uma famosa aquisição hostil no final dos anos 80. De acordo com Yermack (2005), a empresa possuía uma frota com 10 jatos corporativos e 36 pilotos ao dispor dos executivos, que frequentemente utilizavam as aeronaves para fins pessoais (incluindo transporte de amigos, familiares, celebridades e animais de estimação). Yermack (2005) observa ainda que os acionistas reagem negativamente à divulgação de compra de uma aeronave corporativa para utilização pelo CEO. Após analisar 237 empresas durante dez anos, o autor constatou que a divulgação dessas aquisições acarreta em uma queda média de 1,1% no preço de suas ações.

²⁰ Prazo de recuperação do investimento, técnica comumente utilizada em análises de orçamento de capital.

²¹ Ou acionistas “financeiros” da companhia, no jargão comumente utilizado no mercado.

²² Por outro lado, dependendo do seu sistema de remuneração, o executivo poderia agir de forma demasiadamente arriscada.

²³ A tendência ao investimento exagerado motivado por conflito de interesses foi abordada por diferentes autores, a exemplo de Jensen (1986), Grossman e Hart (1982) e Stulz (1990). Jensen (1986) destaca que este comportamento, conhecido na literatura como propensão à “construção de impérios” (*empire building*), também pode ser motivado pelo desejo de obtenção de benefícios pessoais. Afinal, o crescimento da organização aumenta o poder do gestor, na medida em que aumenta a quantidade de recursos sob seu controle. O autor também enfatiza que mudanças de

remuneração dos gestores nos Estados Unidos são positivamente correlacionadas com o crescimento do faturamento das empresas.

²⁴ Johnson *et al.* (2000) discutem a questão do *tunneling* e seus impactos para os acionistas minoritários, apresentando exemplos de operações dessa natureza em diversos países europeus.

²⁵ O fluxo de caixa livre (*free cash flow*) representa o excesso de recursos disponíveis para gastos discricionários pelos gestores, após o pagamento de todas as obrigações da companhia.

²⁶ Há dois outros problemas principais decorrentes de um maior endividamento: as empresas poderiam deixar de empreender bons projetos devido a compromissos contratuais de não aumentar seu financiamento com terceiros, e os credores poderiam obrigar a empresa a liquidar seus ativos em situações nas quais não seria economicamente eficiente tomar tal decisão.

²⁷ Jensen e Meckling (1976, p. 310).

²⁸ De acordo com o texto de Fama (1980).

²⁹ Tais como Shleifer e Vishny (1997, p. 745).

³⁰ Jensen (1986) é o principal expoente dentre os autores que propõem a solução organizacional das compras alavancadas.

³¹ Atualmente, tais fundos são conhecidos como fundos de *private equity*.

³² Inclusive obviamente no Brasil.

³³ Conforme La Porta *et al.* (1999).

³⁴ O efeito-incentivo é descrito por Claessens *et al.* (2002, p. 2741).

³⁵ Supondo a premissa de todos os outros fatores mantidos constantes (*ceteris paribus*).

³⁶ Conforme explicam Shleifer e Vishny (1997, p.754).

³⁷ Segundo Bebchuk (1999, p. 30), os benefícios privados do controle consistem na utilização, pelos acionistas controladores, do direito de voto para perseguirem objetivos que os beneficiem em vez de beneficiarem a todos os acionistas, gerando aos controladores um ganho extra além do que seria justo por sua fatia da propriedade.

³⁸ Supondo a premissa de todos os outros fatores mantidos constantes (*ceteris paribus*).

³⁹ Carregando, portanto, um risco excessivo. Fonte: Demsetz e Lehn (1985).

⁴⁰ *Self-dealing* é uma expressão amplamente utilizada na literatura de governança para identificar as operações financeiras entre a companhia e seus controladores ou administradores não realizadas em condições de mercado, tendo como efeito prático a expropriação do patrimônio de outros acionistas e/ou investidores.

⁴¹ Jensen e Meckling (1976, p. 334).

⁴² Essa configuração assimétrica da firma assemelha-se à de uma opção de compra. Se o resultado for satisfatório, a opção seria exercida (ou seja, os acionistas pagariam os credores e ficariam com os ganhos residuais). Em caso de insucesso, não se exerceria a opção (os credores não seriam pagos, tendo de arcar com a maior parte dos prejuízos).

⁴³ Valor presente líquido. Técnica comumente adotada na análise de orçamento de capital.

⁴⁴ O resumo apresentado tem como base o texto de Saito e Silveira (2008).

⁴⁵ Berle e Means (1932) foram os primeiros a discutir os benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e controle já vigente em algumas grandes corporações, conforme observado pelos autores: “*The separation of ownership from control produces a condition where the interests of owner and of ultimate manager may, and often do, diverge, and where many of the checks which formerly operated to limit the use of power disappear...*”

⁴⁶ A própria utilização do termo “estrutura de propriedade”, em vez do termo tradicional “estrutura de capital”, pode ser considerada uma inovação do trabalho de Jensen e Meckling (1976).

⁴⁷ A definição da firma apresentada lança luz sobre temas-chave em governança corporativa, como a questão da função-objetivo e da pretensa “responsabilidade social” das empresas. De acordo com Jensen e Meckling (1976), visualizar a firma como uma conexão de contratos entre os indivíduos também deixa claro que a personalização da companhia, feita com perguntas como “qual deve ser a função-objetivo da firma?”, e “a firma deve ter uma responsabilidade social?”, é seriamente enganosa e sem sentido.

⁴⁸ No original: “*We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.*” (Jensen e Meckling, p. 308, 1976)

⁴⁹ De acordo com Jensen e Meckling (1976), os custos de agência surgem em qualquer situação envolvendo esforço cooperativo entre duas ou mais pessoas. Assim, a definição de custos de agência de Jensen e Meckling (1976) é muito próxima do problema de “vadiagem” (*shirking* no original) e de monitoramento em uma equipe de produção levantado por Alchian e Demsetz (1972) no seu trabalho sobre teoria da firma.

⁵⁰ Jensen e Meckling (1976, p. 312).

⁵¹ Entre os benefícios não pecuniários, incluem-se elementos de *status*, como o respeito dos funcionários e a autoridade sobre eles, um local de trabalho confortável, acesso a “mordomias” etc.

⁵² Enquanto os referidos benefícios fornecerem uma utilidade marginal superior à fornecida pela riqueza disponível, o acionista continuará acumulando-os, até o ponto em que as utilidades marginais se igualarão.

⁵³ A Seção 5 deste capítulo descreve em detalhes as três principais formas de expropriação dos credores pelos acionistas previstas por Jensen e Meckling (1976).

CAPÍTULO 3

A FUNÇÃO-OBJETIVO DAS EMPRESAS E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conceitos apresentados neste capítulo

- A função-objetivo das empresas e a governança corporativa;
- A teoria da maximização da riqueza dos acionistas;
- A teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*;
- Críticas à teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*;
- Responsabilidade social corporativa, sustentabilidade e governança corporativa.

3.1 A FUNÇÃO-OBJETIVO DAS EMPRESAS E A GOVERNANÇA CORPORATIVA¹

Só é possível avaliar a qualidade das práticas de governança de uma organização quando seu propósito é transparente. Logo, uma questão fundamental precede a discussão sobre governança corporativa: a definição da função-objetivo² das empresas. Como exemplo, suponha que uma empresa defina ter como objetivo fundamental assegurar emprego vitalício aos seus funcionários. Nesse caso, ela seria considerada bem governada caso as decisões em sua alta gestão fossem tomadas visando sempre a esse objetivo. Antes da definição do modelo e das práticas de governança de uma companhia, portanto, é necessário conhecer seu objetivo fundamental. Para isso, três questões básicas que precisam ser respondidas:

- Em função de quais interesses as organizações empresariais devem ser geridas?
- Quais devem ser os critérios para tomada de decisão e avaliação de desempenho?
- Como devem ser definidos os pontos de troca (*trade-offs*)³ entre os diversos interesses conflitantes presentes nas companhias?

Dois funções-objetivo se destacam na literatura para responder a essas questões: a teoria da maximização da riqueza dos acionistas, que defende que as decisões sejam tomadas visando maximizar o valor das empresas; e a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*,⁴ que defende que as decisões sejam tomadas visando equilibrar e satisfazer igualmente os interesses de todos os públicos envolvidos com a companhia.

Qual abordagem é mais adequada? Para responder a essa questão, deve-se considerar três dimensões de interesse principais: i) dimensão “sociedade”: qual função-objetivo deverá gerar um maior bem-estar para a sociedade?; ii) dimensão “empresa”: qual função-objetivo tornará a empresa mais eficiente e produtiva?; iii) dimensão “profissional”: qual função definirá de forma clara como executivos e conselheiros devem tomar decisões e ser avaliados?

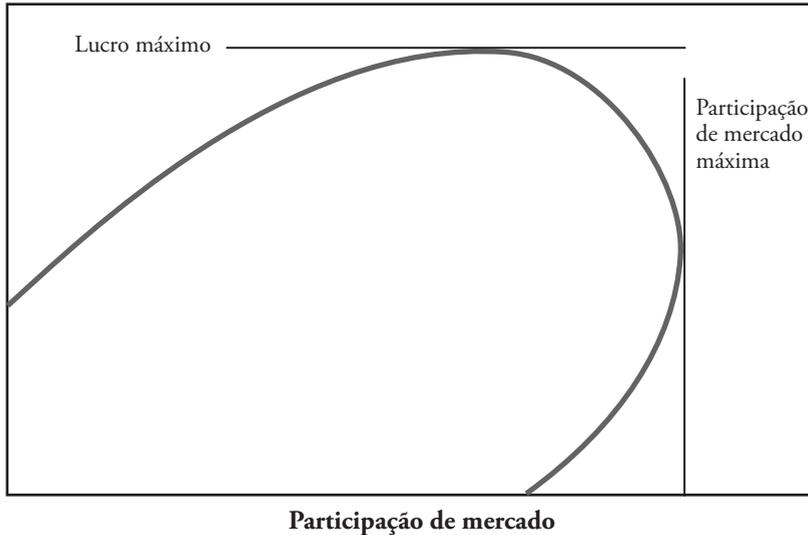
A função-objetivo que responder de forma mais adequada a essas questões deve então ser escolhida para definição do modelo e das práticas de governança, já que resultará em maior bem-estar social, maior eficiência corporativa e melhores critérios de avaliação dos administradores da companhia.

Jensen (2001a)⁵ apresenta um argumento favorável à abordagem da maximização do valor das empresas no atendimento à dimensão “sociedade”. Segundo o autor, “na ausência de externalidades⁶ ou monopólio,⁷ 200 anos de pesquisa em economia e finanças mostram que o bem-estar social é maximizado quando

cada empresa procura maximizar seu valor de mercado”. Ainda de acordo com o autor, a dimensão “empresa” também é mais bem atendida pela teoria da maximização da riqueza dos acionistas, já que “como é matematicamente impossível maximizar em mais de uma direção, um comportamento com propósito lógico requer uma única função-objetivo, e não objetivos múltiplos conforme previsto pela teoria dos *stakeholders*”. Em relação à dimensão “profissional”, Jensen (2001a)⁸ argumenta que a teoria dos *stakeholders* não especifica como os executivos deverão efetuar os *trade-offs* entre os diversos interesses conflitantes, deixando-os sem responsabilidade por seus atos e sem uma forma objetiva para avaliar seu desempenho.⁹ O autor afirma ainda que a discussão sobre o objetivo das empresas deveria ser estruturada de outra forma, subdividindo-a em duas questões diferentes:

- A empresa deve possuir uma única função-objetivo?
- Caso positivo, o objetivo a ser atingido deve ser a maximização do valor da empresa ou algum outro, como a manutenção de empregos ou a maximização de sua participação de mercado?

Logo, a questão principal, mais importante e geralmente não discutida é definir se a empresa deve possuir uma única função-objetivo ou se ela deve perseguir objetivos múltiplos.¹⁰ Em vez de a discussão ser estruturada como teoria dos acionistas *vs.* teoria dos *stakeholders*, ela deveria ser estruturada como busca por um único objetivo corporativo *vs.* busca por múltiplos objetivos. Para exemplificar, suponha que uma empresa deseje tanto aumentar seus lucros quanto sua participação de mercado (ver Figura 3.1). Dentro de uma faixa de aumento de participação de mercado, a empresa também obteria crescimento nos lucros. Entretanto, a partir de determinado ponto, o aumento na participação de mercado somente ocorreria mediante a redução dos lucros da empresa no período corrente, seja por aumento de despesas com propaganda ou promoções, seja por redução dos preços para promover crescimento de vendas. Nesse caso, tornar-se-ia logicamente impossível maximizar ambas as variáveis, levando a uma situação em que o administrador precisaria de um *trade-off* entre lucros e participação de mercado. Em uma situação de objetivos múltiplos, o administrador não teria critérios claros para definir os *trade-offs* e, conseqüentemente, para tomar decisões. Logo, as decisões seriam tomadas com base em critérios subjetivos do gestor, podendo levar a ineficiências decorrentes de limitações técnicas ou de conflito de interesses. No caso da definição de um único objetivo (lucro máximo ou participação de mercado), o executivo teria apenas um critério lógico (e bem definido) para tomada de decisão e avaliação do seu desempenho.



Fonte: Jensen, Michael. "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function." *Out. 2001. Journal of Applied Corporate Finance*, v. 14, n. 3, p. 10. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=220671>.

■ Figura 3.1 – *Trade-offs* na presença de múltiplas funções-objetivo.

Com base nesses argumentos, Jensen (2001a)¹¹ afirma que é impossível a empresa obter sucesso perseguindo múltiplos objetivos, já que fatalmente acabaria não os alcançando. A tentativa de maximizar diversos objetivos causaria conflitos ao gestor quanto à definição dos pontos de troca para tomada de decisões, o que deixaria, por fim, a empresa sem objetivo algum. Em resumo, “objetivos múltiplos significa não ter objetivos”. Uma forma de a empresa resolver esse impasse seria a especificação de uma única função-objetivo. Apesar de não ser possível assegurar que a função definida será maximizada, ou mesmo que a maximização resultará em melhor resultado para a empresa, ao menos seria possível assegurar que as decisões seriam tomadas na mesma direção, minimizando a existência de conflitos e fornecendo critérios lógicos para tomada de decisão e avaliação de desempenho.

■ 3.2 A TEORIA DA MAXIMIZAÇÃO DA RIQUEZA DOS ACIONISTAS

A teoria da maximização da riqueza dos acionistas possui suas raízes ligadas às teorias de economia e finanças. Segundo Tirole (2006), a grande maioria dos economistas, quando questionados sobre a função-objetivo da corporação, responderia de forma direta que os executivos devem ter como objetivo único maximizar a riqueza dos acionistas que o contrataram.¹² Esse argumento é corroborado pela

maioria dos livros-texto de administração financeira, como o de Brealey e Myers (2003), que afirmam que o executivo deve agir no interesse dos proprietários com o objetivo de maximizar seu patrimônio.

As principais teses sobre a teoria da firma, desenvolvidas nos campos da economia, afirmam que deve caber aos proprietários o direito sobre os resíduos (lucros) e a tomada de decisões na empresa.¹³ Além do aspecto conceitual da teoria da firma a favor do direito residual dos acionistas, argumenta-se também que, como os acionistas são os *stakeholders* que carregam mais risco e menos direitos legais em relação à companhia, é em favor deles que as decisões deveriam ser tomadas. Sob esse ponto de vista, todos os participantes da corporação possuem contratos explícitos ou implícitos que os permitem saber de antemão quanto e quando serão remunerados, com exceção dos acionistas. Em relação à hierarquia de recebimentos, o risco do acionista é maior, já que ele deve ser remunerado somente após a remuneração de todos os outros públicos de interesse. Ademais, no caso de não recebimento de remuneração periódica por serviços prestados, qualquer *stakeholder* (por exemplo, um fornecedor de insumos ou um credor) possui o direito de acionar judicialmente a companhia, podendo levá-la à falência, novamente com exceção apenas dos acionistas. Por fim, no caso de problemas de viabilidade competitiva da companhia, todos os *stakeholders* poderiam (ao menos em tese) deixar de renovar seus contratos e migrar para outras empresas (com os funcionários mudando de emprego, fornecedores deixando de vender insumos, credores deixando de emprestar recursos etc.), enquanto os acionistas permaneceriam como os únicos *stakeholders* com “fundos perdidos”¹⁴ ou inteiramente alocados na companhia.

Em razão desses motivos, Jensen (2001b)¹⁵ afirma que “conceder o controle a qualquer outro grupo que não aos acionistas seria o equivalente a permitir que esse grupo jogasse pôquer com o dinheiro dos outros, criando ineficiências que levariam à possibilidade de fracasso da corporação. A negação implícita dessa proposição é a falácia que se esconde por trás da chamada teoria dos *stakeholders*”. Sundaram e Inkpen (2001) ressaltam ainda que qualquer desvio do objetivo de maximizar o valor para o acionista poderia levar a um incremento do problema do agente-principal.

Analisando a teoria da maximização da riqueza dos acionistas pelo aspecto normativo, deve-se observar que os executivos são representantes legais dos acionistas, sendo designados pelo conselho de administração (cujos membros são eleitos pelos acionistas). Dessa forma, cabe aos executivos tomar decisões no melhor interesse dos acionistas, e não procurar equilibrar interesses em favor de todos os públicos envolvidos com a companhia. Sundaram e Inkpen (2001) enfatizam ainda que, ao maximizar o valor para o acionista, todo o valor da empresa é maximizado. Segundo os autores, esse objetivo favoreceria todos os *stakeholders* que tivessem interesse no sucesso de longo prazo da companhia, já que maximizaria sua possibilidade de sobrevivência.

3.3 A TEORIA DE EQUILÍBRIO DOS INTERESSES DOS STAKEHOLDERS

A primeira aparição do termo *stakeholder* no campo da Administração deu-se em um memorando interno do Instituto de Pesquisa de Stanford¹⁶ em 1963. A ideia inicial era denominar “todos os grupos sem os quais a empresa deixaria de existir”. Nessa lista estariam incluídos acionistas, empregados, clientes, fornecedores, credores e a sociedade. De acordo com o estudo, os executivos deveriam entender as preocupações dos *stakeholders* a fim de desenvolver objetivos que tivessem seu apoio. Freeman (1984) definiu *stakeholders* como “qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelo alcance dos objetivos da empresa”, definição muito utilizada atualmente. Por outro lado, Jensen (2001a)¹⁷ critica essa definição, argumentando que, sob determinada interpretação, ela poderia contemplar o meio ambiente, terroristas e criminosos como *stakeholders*, já que estes também poderiam afetar ou ser afetados pelo bem-estar da empresa.¹⁸ Já Donaldson e Preston (1995) apresentam uma definição mais restrita para o termo, identificando *stakeholders* primários como atores portadores de interesses e expectativas em relação à organização, sem os quais a organização não seria viável.

A teoria dos *stakeholders* possui suas raízes principalmente nos campos da sociologia, comportamento organizacional e na política de interesses de grupos específicos, podendo ser definida como a “formulação e implementação, pelos administradores, de processos que satisfaçam todos os grupos que tenham interesses em jogo na empresa”.¹⁹ A principal tarefa nesse processo seria gerenciar e integrar os relacionamentos e os interesses de acionistas, funcionários, clientes, fornecedores, comunidades e outros grupos, de modo a assegurar o sucesso da empresa a longo prazo. Trata-se, portanto, de uma abordagem que enfatiza o gerenciamento ativo do ambiente do negócio, dos relacionamentos entre os participantes e a consequente promoção dos diferentes interesses.

Donaldson e Preston (1995),²⁰ por sua vez, apresentam a teoria dos *stakeholders* como a tese de que todas as pessoas ou grupos com interesses legítimos que participam de uma empresa fazem-no para obter benefícios e que, portanto, não existem motivos para a priorização de um conjunto de interesses em detrimento de outro. Segundo os autores, a teoria dos *stakeholders* não parte necessariamente do pressuposto de que os acionistas são o único foco legítimo de controle corporativo e governança.²¹

A teoria dos *stakeholders* vem se desenvolvendo tendo como base quatro linhas distintas de pesquisa da administração de empresas nos últimos 20 anos:²² planejamento corporativo/estratégico, teoria de sistemas, responsabilidade social corporativa e teoria organizacional. Na linha do planejamento estratégico, surge a concepção de que estratégias de sucesso são aquelas que integram os interesses de todos

os *stakeholders*, em vez de maximizar a posição de um único grupo em detrimento dos demais. Por sua vez, a linha da teoria de sistemas e organizacional enfatiza a ideia de que as empresas são sistemas abertos que se relacionam com diversas partes externas, tornando-se necessária, portanto, a elaboração de estratégias coletivas que otimizariam o sistema como um todo, incluindo o reconhecimento de todos os relacionamentos dos quais as empresas dependem para sua sobrevivência a longo prazo. E, finalmente, a linha da responsabilidade social corporativa, que consiste em um conjunto de casos empresariais e observações empíricas (sem constituir um grupo teórico formalizado) que buscam enfatizar a importância de uma boa reputação e da construção de relacionamentos confiáveis com todos os grupos externos à organização para seu sucesso.

Segundo Donaldson e Preston (1995),²³ a teoria dos *stakeholders* também se revela sob outros aspectos, podendo ser caracterizada como descritiva, instrumental e normativa. Em relação ao aspecto descritivo, a teoria seria utilizada para explicar comportamentos específicos e características das empresas. Em relação ao aspecto instrumental, a teoria seria utilizada para identificar conexões, ou a ausência delas, entre a administração voltada para os *stakeholders* e o alcance de tradicionais objetivos empresariais, como lucratividade e crescimento. Finalmente, para a visão normativa, a abordagem dos *stakeholders* seria utilizada para interpretar a função da empresa, incluindo a identificação de princípios morais e filosóficos que norteariam as operações e a administração das organizações. De acordo com os autores, o aspecto normativo seria o que mais facilmente justificaria a teoria dos *stakeholders*, já que tem como base questões e valores morais. Evan e Freeman (1988) adotam a postura normativa para justificar a teoria dos *stakeholders*, com base na linha kantiana de pensamento filosófico. Segundo os autores, cada público com interesses na companhia deveria ter o direito de ser tratado como um fim em si mesmo e não como um meio para outro fim, como seria o caso na maximização da riqueza dos acionistas. Para Donaldson e Preston (1995),²⁴ os três aspectos da teoria dos *stakeholders* estão intrinsecamente relacionados: o aspecto descritivo seria a concha externa da teoria, apresentando e explicando os relacionamentos observados no mundo externo; o aspecto instrumental, por sua vez, apoiaria o aspecto descritivo por meio da realização de pesquisas empíricas, relacionando práticas e resultados organizacionais. O núcleo da teoria, por fim, estaria no aspecto normativo.

Outros autores, como Hill e Jones (1992), buscam relacionar a teoria dos *stakeholders* com a teoria de agência, criando a teoria de agência dos *stakeholders*, que constituiria uma teoria de agência generalizada. De acordo com essa concepção, os administradores seriam os agentes de todos os *stakeholders* (e não apenas dos acionistas), e estes difeririam entre si de acordo com seu poder e grau de interesse na empresa, o que acarretaria um constante desequilíbrio entre as forças envolvidas. Por sua vez, Evan e Freeman (1988) afirmam que “a administração tem o dever de

salvaguardar o bem-estar da entidade abstrata que é uma empresa”. Logo, a empresa teria de balancear as reivindicações dos múltiplos *stakeholders* a fim de alcançar esse objetivo. Segundo Windsor (1999), algumas correntes defendem que múltiplos interesses (conforme prescrito pela teoria dos *stakeholders*) podem ser balanceados, inclusive com o benefício de obtenção de vantagens mútuas para as partes. Por outro lado, o autor reconhece que os interesses entre os diferentes *stakeholders* podem ser concorrentes e eventualmente conflitantes, não sendo muitas vezes possível atendê-los sem que haja prejuízo para alguma das partes.

Em resumo, a ideia da gestão baseada nos *stakeholders* é a de que deve ser dada atenção simultânea a todos os *stakeholders* mais importantes, tanto no estabelecimento da estrutura organizacional como nas políticas gerais e na tomada de decisões. Entretanto, a necessidade de atenção simultânea a diversos interesses pressupõe uma função com objetivos múltiplos que resulta em sérios problemas na definição de critérios lógicos para a tomada de decisão e a avaliação de desempenho. Parafraseando um velho adágio, o problema de dar atenção simultânea a diversos interesses é que “quando se tem muitos mestres, acaba-se servindo a nenhum”.

3.4 CRÍTICAS À TEORIA DE EQUILÍBRIO DOS INTERESSES DOS STAKEHOLDERS

Jensen (2001a)²⁵ afirma que, além da teoria dos *stakeholders* possuir suas raízes ligadas à sociologia, comportamento organizacional e políticas de grupos específicos, ela também atende aos interesses pessoais dos executivos, deixando-os livres para tomar decisões com base em seu livre-arbítrio sem avaliá-los com base em critérios objetivos. Tirole (2006)²⁶ reforça essa ideia, argumentando que deve-se suspeitar dos motivos por trás do endosso tão efusivo da teoria dos *stakeholders* por muitos executivos, sem que estes proponham a substituição do controle pelos acionistas por outra estrutura de governança efetiva.²⁷ Segundos os autores, a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* não deve nem mesmo ser vista como uma legítima concorrente da teoria da maximização do valor da empresa, já que não fornece uma especificação completa do propósito da companhia. De acordo com essa visão, sem a clareza de uma missão fornecida por uma única função-objetivo, “as companhias que adotam a teoria dos *stakeholders* acabarão passando por confusão gerencial, conflito, ineficiência e, talvez, fracasso corporativo”.²⁸

Outra crítica à teoria dos *stakeholders* diz respeito à sua dificuldade de implementação. Esse argumento é levantado inclusive por defensores da abordagem, como Freeman e Mcvea (2000), que reconhecem a dificuldade de identificar quem são os *stakeholders*, qual seu grau de relevância para a organização, quais são os seus

objetivos e como seria possível conciliá-los para uma gestão bem-sucedida baseada no melhor interesse dos *stakeholders*. Segundo os autores, na ausência de um critério justo para as decisões, a dificuldade em atender aos distintos interesses dos públicos envolvidos certamente levaria a situações de sérios conflitos.

Diversos autores consideram a teoria dos *stakeholders* como uma doutrina que, na realidade, prejudicaria a empresa e seu desempenho no longo prazo. Além da falta de objetivos claros e únicos e da dificuldade de identificação dos *stakeholders* mais relevantes, a negação dos direitos de propriedade e a excessiva retórica utilizada por alguns pesquisadores e executivos na discussão do tema são motivos aos quais se credita a fragilidade de tal teoria.

Para Sternberg (1999), é simplesmente impossível trabalhar para o alcance do objetivo da teoria dos *stakeholders*, já que a abordagem não estabelece quaisquer diretrizes para a identificação dos envolvidos que devem ter seus interesses considerados ou para a determinação da forma de balanceamento dos seus distintos interesses. Em outras palavras, seria necessário o estabelecimento de objetivos substantivos para o mérito de tal teoria tornar-se passível de avaliação. A autora conclui que a abordagem dos *stakeholders* é inclusive incompatível com as boas práticas de governança, já que colocaria nas mãos dos administradores a possibilidade de perseguirem seus próprios interesses à custa dos direitos dos demais envolvidos com a organização.

Ainda segundo Sternberg (1999), a definição de objetivos múltiplos para as empresas dificultaria o estabelecimento de metas e *trade-offs* claros, já que cada grupo de interesse estabeleceria suas prioridades, ocasionando diversos problemas estratégicos à organização. Sundaram e Inkpen (2001) reforçam tal visão, argumentando que a existência de muitos objetivos seria a receita certa para confusão, possibilitando o abuso de poder por parte dos executivos. A consequência seria óbvia: os gestores se veriam sem padrões ou parâmetros claros e bem definidos de avaliação de desempenho, o que os levaria a tomar decisões com base exclusivamente em seu poder discricionário, dando margem à busca pela maximização de suas preferências pessoais.

A abordagem dos *stakeholders* também possui sérias limitações nas questões relativas aos direitos de propriedade e distribuição da riqueza gerada. Nesse sentido, Sternberg (1999) argumenta que a teoria dos *stakeholders* solapa a propriedade privada ao negar aos acionistas o direito de determinar para que fim utilizarão sua propriedade. A autora afirma ainda que tal teoria nega o dever de lealdade que os agentes devem aos principais, já que, segundo tal visão, os agentes supostamente seriam responsáveis por todos os *stakeholders*, e não apenas pelo principal. Há ainda um potencial efeito colateral negativo da difusão da abordagem dos *stakeholders*: sem a perspectiva de os gestores tomarem decisões no interesse dos acionistas e de assegurarem para estes os resultados finais da empresa, outros potenciais acionistas simplesmente não efetuariam qualquer tipo de investimento, ocasionando geração de riqueza nula para todos os *stakeholders*. Por fim, para Jensen (2001a),²⁹ a teoria

dos *stakeholders* seria uma prescrição para a destruição de valor nas empresas, tendendo a politizá-las: “esta teoria deixa os executivos sem qualquer regra para tomada de decisão, tornando-os responsáveis por ninguém a não ser por suas preferências pessoais – ironicamente o oposto do que os defensores da teoria dos *stakeholders* desejam alcançar”.

Outro ponto bastante criticado quanto à teoria refere-se à responsabilidade que a empresa teria por todos os envolvidos. Para Sternberg (1999), os envolvidos mais afetados pelo desempenho de uma empresa são os acionistas, que assumem seu risco residual. Já os demais *stakeholders* possuem proteção contratual e legal de seus interesses, diferentemente dos acionistas, que teriam direito apenas aos fluxos de caixa residuais após o pagamento dos compromissos com todos os outros envolvidos. Ainda segundo a autora, o fato de uma empresa afetar um grupo é bem diferente de ela ser responsável por ele, e tal obrigação de responsabilidade social poderia ser entendida como uma ameaça feita pela sociedade às empresas.

Após enfatizar as fragilidades conceituais da teoria dos *stakeholders*, este livro parte da premissa de que a principal responsabilidade dos executivos é criar valor de longo prazo de forma sustentável para os acionistas, o que deve ser alcançado por meio da tomada de decisões visando à maximização das perspectivas de geração de fluxo de caixa da companhia ao longo do tempo. Em resumo, entende-se que a abordagem da maximização da riqueza dos acionistas é uma função-objetivo mais robusta para atender melhor às três dimensões de interesse definidas anteriormente:

- dimensão “sociedade”: em um ambiente competitivo, o maior bem-estar social é alcançado quando todas as empresas em um determinado ambiente procuram maximizar seu valor de longo prazo;
- dimensão “empresa”: as empresas obtêm máxima produtividade e eficiência quando possuem uma única função-objetivo, dada pela maximização do seu valor;
- dimensão “profissional”: a abordagem da maximização da riqueza dos acionistas dá aos conselhos de administração um critério lógico para tomada de decisão e avaliação do desempenho dos executivos.

Entretanto, deve-se destacar que a mera aceitação da teoria da maximização do valor da empresa como premissa correta não assegurará sucesso às companhias. É preciso complementar essa abordagem (que nada mais é do que um critério para tomada de decisão e avaliação de resultados) com uma visão, estratégia e tática que una e motive os participantes da organização. Em resumo, uma empresa não consegue maximizar seu valor se ignorar os interesses dos seus *stakeholders*,³⁰ cabendo aos executivos maximizar o patrimônio dos acionistas não apenas por meio da sa-

tificação, mas pela obtenção do apoio de todas as partes interessadas da companhia – clientes, empregados, executivos, fornecedores, comunidade local e governo.

3.5 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA, SUSTENTABILIDADE E GOVERNANÇA CORPORATIVA

In a free society, there is one and only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud.³¹

(Milton Friedman, “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *The New York Times Magazine*, 13 set. 1970)

3.5.1 Introdução

É comum a associação entre os temas governança corporativa e responsabilidade social empresarial, incluindo sua vertente verde denominada “sustentabilidade empresarial”. Como exemplo, muitos investidores institucionais e analistas destacam cada vez mais a sigla ESG (*Environmental, Social, Governance*) como um parâmetro a ser utilizado na análise das empresas. Entretanto, tal abordagem deve ser precedida de uma pergunta fundamental: são esses temas tão próximos e interconectados? Após uma análise estruturada, fica claro que são assuntos diferentes e que, portanto, a temática da governança corporativa não possui relação automática com as de “responsabilidade social” e “sustentabilidade”.

Em primeiro lugar, os proponentes do conceito da Responsabilidade Social Empresarial (RSE) geralmente partem da premissa de que não é suficiente para uma empresa “apenas” cumprir suas obrigações contratuais com suas partes interessadas, seguir as leis, fornecer bons produtos e serviços e gerar lucro: elas precisariam adicionalmente investir em ações de “responsabilidade social”. Como resultado, a mídia especializada reporta a existência de uma verdadeira indústria de RSE atualmente, formada por consultorias, auditorias, cursos, relatórios específicos, eventos, gurus, *websites*, *newsletters* e departamentos específicos dedicados ao tema, entre outros. Curiosamente, os altos executivos têm aceitado tal premissa sem grandes questionamentos, e a indústria da RSE tem prosperado cada vez

mais.³² Entretanto, muitos administradores deveriam entender a lógica por trás do conceito de RSE, para apenas depois decidir se tais iniciativas são positivas ou não para o negócio.

3.5.2 O que significa Responsabilidade Social Empresarial (RSE)?

A RSE também é conhecida por outros nomes, como responsabilidade corporativa ou cidadania corporativa.³³ Basicamente representa uma forma de autorregulação,³⁴ na qual as companhias passam a assumir voluntariamente a responsabilidade causada por seus impactos sobre funcionários, meio ambiente, consumidores e comunidade em geral, independente das exigências legais.³⁵ Especificamente, representa uma ampla gama de iniciativas³⁶ que, de acordo com a revista *The Economist* (2008), podem ser resumidas em três camadas. A mais básica seria a tradicional filantropia corporativa, com doação direta de recursos corporativos. A segunda seria a utilização da RSE como uma forma de gerenciamento dos riscos empresariais, visando evitar que problemas com *stakeholders*, governos, ONGs ou com sua cadeia de suprimentos causem impactos negativos significativos nos fluxos de caixa e na imagem da companhia. Dentro dessa visão, as empresas se comprometeriam a um padrão de conduta superior e à maior transparência a fim de minimizar tais riscos. Já a terceira seria a abordagem da RSE como uma oportunidade para criação de valor aos acionistas.³⁷

3.5.3 A RSE como um tema antigo – o artigo clássico de Milton Friedman

Apesar de ter recebido uma “roupagem” recente com a denominação RSE, a ideia da boa “cidadania corporativa” é antiga. Em 1970, Milton Friedman escreveu um artigo considerado clássico sobre o tema no jornal *The New York Times* denominado “*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*”. No texto, o Prêmio Nobel de Economia de 1976 critica duramente os executivos que apoiam tal visão, gerando uma enorme controvérsia que perdura até hoje.

Segundo Friedman (1970), os executivos que acreditam defender o sistema de livre iniciativa, ao afirmarem não se preocupar “apenas” com lucros (mas também a promoção de bons resultados sociais), estão na verdade prejudicando seriamente o bom funcionamento de uma economia de mercado. Segundo o autor, a discussão sobre a “responsabilidade social” do negócio também é notável por sua frouxidão analítica e falta de rigor:

O que significa dizer que o “negócio” possui uma responsabilidade? Apenas as pessoas podem ter responsabilidades. Uma corporação é uma pessoa artificial e, portanto, pode ter responsabilidades, porém o “negócio” como um todo não pode tê-las, mesmo nesse sentido mais vago.³⁸

Segundo Friedman (1970), o executivo é um empregado dos acionistas, proprietários do negócio. Sua responsabilidade é agir de acordo com seus interesses, o que geralmente significa fazer o máximo de dinheiro ao longo do tempo após cumprir com todas as regras básicas da sociedade, incorporadas sob a forma de lei e dos costumes éticos. Em suma, os executivos seriam agentes com a missão de tomar decisões em nome dos seus principais.

O autor reconhece que o executivo obviamente também é uma pessoa com seus próprios direitos. Como tal, ele poderia ter muitas outras responsabilidades assumidas voluntariamente – junto à sua família, sua consciência, suas ações de caridade, sua igreja, seus clubes, sua cidade e seu país. Ele poderia se sentir impelido por essas responsabilidades a dedicar parte de sua renda para causas que considerasse relevantes, ou mesmo para simplesmente recusar trabalhar para companhias que considerasse prejudiciais à sociedade. Tais responsabilidades poderiam então ser chamadas de “responsabilidades sociais”. Porém, o executivo estaria agindo como principal nesses casos, e não como um agente. Ele gastaria seu próprio dinheiro, tempo ou energia, e não o dos seus acionistas nem o tempo ou energia para qual foi contratado. Em resumo, Friedman (1970) argumenta que, se estas são “responsabilidades sociais”, elas seriam de indivíduos, não de negócios.

Assim, o que significa dizer que um executivo de companhia aberta possui uma “responsabilidade social” como homem de negócios? Segundo Friedman (1970), se a afirmação não for pura retórica, significa agir muitas vezes com interesses diferentes dos seus empregadores. Em tais situações, significaria gastar recursos de terceiros por um interesse social mais amplo, sendo que os acionistas poderiam gastar seus próprios recursos com determinadas causas particulares se desejassem fazê-lo.

Em outras palavras, tais atos constituiriam uma espécie de imposto aplicado às companhias, com a decisão de alocação desses impostos a cargo dos executivos. Friedman (1970) argumenta que isso deveria ser uma função governamental, e não de um executivo contratado com outros objetivos. Nesse caso, o homem de negócios, eleito direta ou indiretamente pelos acionistas, tornar-se-ia simultaneamente legislador, executivo e jurista. Ele decidiria quem taxar, qual o “imposto” a ser aplicado e qual a destinação dos recursos levantados. Logo, quando o executivo decidisse aplicar um “imposto” à companhia e gastar os recursos levantados em propósitos “sociais”, ele se tornaria de fato uma espécie de funcionário público, apesar de formalmente continuar a ser executivo de uma empresa privada: “se fossem para ser funcionários públicos, os executivos deveriam ser eleitos por um

processo político, e não contratados por um conselho de administração representando os acionistas”.³⁹

Por fim, Friedman afirma que, levada a sério, a doutrina da “responsabilidade social” estenderia os mecanismos políticos para toda atividade humana, sendo potencialmente perigosa para o funcionamento sadio do sistema capitalista:

*Os discursos dos homens de negócio sobre responsabilidade social podem lhes trazer fama no curto prazo. Mas eles ajudam a reforçar a visão já prevalecente de que a busca por lucros é má e imoral, e que deve ser coibida e controlada por forças externas.*⁴⁰

3.5.4 O problema fundamental da RSE

A temática da RSE possui um problema fundamental: ela parte de uma premissa errada (inclusive perigosa, segundo alguns críticos) sobre o funcionamento do sistema capitalista e o papel das empresas.⁴¹ Na visão de boa parte dos defensores da RSE, a busca pelo lucro seria um mal necessário a ser perseguido pelas empresas, sendo os lucros gerados pelas companhias destinados apenas aos seus acionistas. Em outras palavras, as empresas poderiam ter seus “pecados” redimidos apenas por meio de ações de RSE – que representaria uma espécie de licença para as empresas operarem.

Conforme explicado detalhadamente pela revista *The Economist* (2005), essa visão é simplesmente errada. O objetivo de uma companhia bem dirigida deve ser gerar retorno aos seus acionistas. Porém, um fato que passa despercebido por diversos defensores da RSE é que, desde que as empresas estejam em mercados competitivos, obedeçam às leis e tenham padrões éticos, a mera busca desse objetivo fará com que elas contribuam para um maior bem-estar social (mesmo sem ter sido esse seu objetivo fundamental).

Isso ocorre porque todos que realizam trocas com as empresas geralmente o fazem de forma voluntária. Os funcionários trabalham por um período em troca de um salário (esta era a melhor opção para eles durante o período, senão não teriam se comprometido a isso). Como resultado, essa transação propicia ganhos a eles. Os consumidores que desejam pagar e consumir os produtos da companhia o fazem porque acreditam valer a pena. Os fornecedores vendem seus insumos para a companhia por interesse próprio, resultando em ganhos para si. Idem para os credores. Logo, como são contratos bilaterais realizados voluntariamente pelas partes, todos ganham e, por razões fundamentalmente egoístas, as companhias bem dirigidas irão procurar bons relacionamentos de longo prazo com suas partes relacionadas, como funcionários, clientes e fornecedores. Como dizia Adam Smith em seu célebre *A riqueza das nações*: “não é da benevolência do açougueiro, do padeiro ou do cer-

vejeiro que podemos esperar nosso jantar, mas de sua busca pelo próprio interesse pessoal”.⁴² Portanto, diferentemente do argumento de vários proponentes da RSE, a busca autointeressada pelo lucro não é um defeito, mas sim uma virtude do sistema capitalista, o que de fato o faz funcionar.⁴³

Outro ponto levantado pelo estudo da revista *The Economist* (2005) diz respeito à desconfiança da autoproclamada “benevolência” de alguns homens de negócio. Uma questão-chave a ser respondida segundo a publicação é: quem está pagando? Em muitos casos, os executivos doam recursos dos acionistas, e não os seus próprios, para atividades de caridade e outras similares, visando por trás de tais ações melhorar sua imagem pessoal perante a sociedade e suas perspectivas de carreira.⁴⁴ Além dos recursos dos acionistas, muitas vezes tais ações utilizam recursos públicos, tendo em vista que diversas iniciativas do tipo podem ser dedutíveis de imposto de renda. Assim, deve-se questionar se: i) doar dinheiro de terceiros é realmente filantropia; e ii) a filantropia com recursos de terceiros, por parte de pessoas com potenciais conflitos de interesse e despreparadas para entender as prioridades sociais, é realmente uma coisa boa para a sociedade. Tirole (2006)⁴⁵ reforça essa crítica, argumentando que as ações que visam recuperar a imagem pública de uma companhia ou tirar o foco dos potenciais danos sociais de seus produtos (por exemplo, tabaco, armas, petróleo etc.) não deveriam ser classificadas como ações de “responsabilidade social”.

Outra crítica à RSE diz respeito à definição de suas atividades⁴⁶. Para os críticos, muitas práticas não precisariam de qualquer rótulo de RSE, tendo em vista que são iniciativas que todos os negócios bem administrados deveriam ter: não pagar propinas, não enganar funcionários e consumidores, adotar uma postura amigável com as principais comunidades relacionadas, ter uma visão de longo prazo em suas decisões etc. Essas práticas, portanto, poderiam simplesmente ser chamadas de “boa gestão”, não devendo ser rotuladas de ações de “responsabilidade social”.⁴⁷ Excluídas as problemáticas ações de doação de recursos de terceiros sem retorno para a companhia e de iniciativas eminentemente empresariais visando a um melhor desempenho corporativo, pouco restaria à RSE.⁴⁸

Assim, há três objeções principais ao conceito da “responsabilidade social”.⁴⁹ 1) de que ela invade uma área que deveria ser tratada pelos governos; 2) de que funciona como uma forma de ocultar outros problemas das companhias (muitas vezes relacionados a questões ambientais ou de reserva de mercado); 3) de que representa uma alocação arbitrária e não solicitada de recursos de terceiros. Como resultado, a revista *The Economist* (2008) resumiu o tema de forma dura, porém provavelmente correta: “se mal conduzidas, as práticas de RSE servem apenas como uma forma de disfarce, sendo potencialmente negativas. Se bem conduzidas, são apenas boas decisões de negócio”.⁵⁰

Por fim, a *The Economist* (2005) destaca que, apesar dos inúmeros problemas conceituais da RSE e dos seus potenciais efeitos negativos para o sistema capitalista,

um fato indiscutível é que o conceito da “responsabilidade social empresarial” venceu a batalha das ideias, e que poucas empresas de grande porte podem atualmente ignorar tais ações.⁵¹

3.5.5 Sustentabilidade: o braço verde da RSE

Existem inúmeras definições para a vertente verde da RSE, denominada “sustentabilidade empresarial”. Basicamente, sustentabilidade é a capacidade de atender às demandas do presente sem comprometer a capacidade de atendimento das demandas das gerações futuras. Aplicada à realidade empresarial, o tema ganhou maior espaço nos últimos anos em função da discussão sobre o aquecimento global. De acordo com tal visão, as companhias deveriam procurar neutralizar suas emissões de carbono e minimizar todos os impactos ambientais decorrentes de suas operações.⁵²

Existem dois problemas principais associados à questão da sustentabilidade. O primeiro é que o tema propiciou uma enorme oportunidade de retórica para executivos e controladores em todo o mundo.⁵³ Como resultado, segundo a *The Economist* (2008), virou lugar comum ouvir discursos apaixonados de executivos em prol da salvação do planeta, ao mesmo tempo que a grande maioria das empresas ainda possui poucos resultados concretos relacionados ao tema. O segundo é que muitos praticantes de mercado passaram a apregoar a sustentabilidade (ou sobrevivência de longo prazo) como a nova função-objetivo das companhias, chegando ao ponto de incluir a governança corporativa dentro de um pretenso grande tema chamado “sustentabilidade”. Essa visão, entretanto, é enganosa. Infelizmente não existem evidências concretas de que alguns alertas sobre a importância das mudanças climáticas no planeta foram suficientes para alterar a natureza humana, de busca pela maximização da sua utilidade pessoal rumo a um novo objetivo, de maximização do bem-estar da humanidade para futuras gerações. Assim, as pessoas continuam criando empresas ou investindo suas poupanças em títulos corporativos com o objetivo básico de auferir os maiores retornos possíveis ao longo do tempo.⁵⁴ Consequentemente, a função-objetivo das empresas continua a mesma, de busca pela maximização de seus fluxos de caixa ao longo do tempo.⁵⁵ Como um maior valor tenderá a ser alcançado quanto mais longo for esse prazo, tem-se um ponto a favor da “sustentabilidade”. Levando em consideração seus dois problemas principais, pode-se resumir a questão da sustentabilidade sob dois prismas bem conhecidos (e antigos): gestão de riscos e oportunidades. Como ferramenta de gestão de riscos, o tema reforça a necessidade de as empresas fazerem uma leitura mais correta do ambiente, a fim de evitar constrangimentos públicos e ações judiciais com riscos potenciais para sua reputação (incluindo riscos na cadeia de suprimento, passivos ambientais, problemas de corrupção com agentes públicos, problemas trabalhistas decorrentes de mão de obra es-

crava ou infantil etc.). Como oportunidade, parte-se da ideia de que uma “estratégia verde” pode criar valor para o negócio, tornando-se parte da vantagem competitiva da empresa.⁵⁶ Isso poderia ocorrer de diversas formas:

- a) diminuindo o desperdício e, conseqüentemente, os custos operacionais do negócio (por exemplo, redução do consumo de energia elétrica e da utilização de sacolas plásticas em supermercados);
- b) aproveitando um nicho de mercado disposto a comprar produtos com o rótulo de ambientalmente correto;⁵⁷
- c) aproveitando um nicho de investidores mais propensos a comprar papéis de empresas com o rótulo da sustentabilidade, conforme evidenciado pelo crescimento de fundos de investimento socialmente responsáveis em todo o mundo.

3.5.6 Externalidades e o papel do governo

A questão das externalidades constitui o principal argumento dos defensores da visão da sustentabilidade empresarial. Argumenta-se que as companhias são organismos que sistematicamente lançam custos ao meio ambiente sem pagar por eles, resultando em externalidades negativas. Assim, seria necessário que as próprias empresas desenvolvessem programas a fim de minimizar suas externalidades negativas.

Sem dúvida, é fundamental minimizar as externalidades geradas pelas empresas, fazendo com que os produtos tenham preços que reflitam corretamente seus verdadeiros custos e benefícios sociais. Entretanto o ponto fulcral é definir o responsável por tal minimização. Em vez de ficar a cargo de cada empresa, a minimização das externalidades deveria ser uma tarefa dos governos (que são eleitos e devem prestar contas à opinião pública pela deterioração do meio ambiente, entre outras coisas). Muitas questões, como a emissão de gases causadores do efeito estufa, são tão amplas que nem mesmo os governos isoladamente seriam capazes de resolver, sendo necessários acordos multilaterais.

Deixar questões tão importantes ao critério voluntário e descoordenado das empresas prejudicaria as companhias bem-intencionadas, que se veriam em desvantagem competitiva com outras menos interessadas nos seus impactos ambientais. É necessário, portanto, haver uma divisão clara de deveres entre governos (que devem prestar contas aos eleitores) e executivos (que não têm tempo, capacidade ou legitimidade para atuar como formuladores de políticas públicas, devendo prestar contas aos seus acionistas).

Em suma, as empresas realmente interessadas em melhorar o meio ambiente deveriam procurar apoiar ativamente o Estado e outros órgãos reguladores na de-

finição de regras ambientais mais exigentes em suas indústrias (para que todas as companhias fossem sujeitas a maiores padrões ambientais), em vez de apenas enfatizar a importância do meio ambiente para as gerações futuras.⁵⁸

3.5.7 Os problemas da linha de resultados tripla (*triple bottom line*)

Recentemente, uma nova visão passou a ser divulgada pelos defensores da RSE: a de que as empresas “conscientes” deveriam não apenas perseguir resultados financeiros, mas também resultados sociais e ambientais com a mesma intensidade. Em outras palavras, deveriam não apenas procurar criar valor econômico, mas sim uma linha de resultados tripla, denominada *triple bottom line*, abrangendo o desempenho financeiro, ambiental e social.

Apesar de ser uma visão aparentemente mais correta à primeira vista, a linha de resultados tripla traz diversos questionamentos práticos para sua implementação, de forma similar à teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*: 1) como devem ser medidos os progressos nas áreas ambientais e sociais?; 2) quais devem ser os *trade-offs* entre os resultados financeiros, ambientais e sociais? (em outras palavras, até que ponto se deve abrir mão de um resultado para alcançar outro, tendo em vista que tais dimensões muitas vezes podem ser concorrentes); 3) como comparar o desempenho de duas companhias, que naturalmente apresentarão resultados diferentes nas três frentes de ação?

Em contrapartida, a grande vantagem da linha de resultados única é que ela obriga os executivos a prestarem contas por uma medida clara, algo que não ocorre com a abordagem da linha de resultados tripla. Conforme apontado pela *The Economist* (2005), “a linha de resultados tripla não é apenas uma licença para operar, mas também para ofuscar”.⁵⁹ Por fim, a questão fundamental é que o foco único em resultados financeiros não deve colocar o meio ambiente em perigo nem infringir direitos dos trabalhadores e demais *stakeholders*. Trata-se de uma premissa errada supor que a busca pelo lucro não contribui para o bem-estar social, e que esforços específicos em ações sociais são necessários para as empresas se redimirem perante a sociedade.

QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

- 1) O que é função-objetivo de uma companhia? Qual a relação entre essa questão e a temática da governança corporativa?
- 2) Quais são as duas abordagens que têm sido apresentadas como as principais candidatas para constituir a função-objetivo das companhias? Descreva-as sucintamente.
- 3) Do seu ponto de vista, quais são os pontos fortes e fracos da visão de que o objetivo dos gestores nas companhias deve ser a maximização da riqueza dos acionistas?
- 4) Do seu ponto de vista, quais são os pontos fortes e fracos da visão de que o objetivo dos gestores nas companhias deve ser equilibrar os interesses de todos os *stakeholders*?
- 5) Você concorda com o argumento de que a abordagem da busca pela maximização do valor da empresa é a função-objetivo mais adequada para tomada de decisões e avaliação de desempenho? Em sua organização empresarial, como se lida com a questão da função-objetivo?
- 6) Conceitue sucintamente o que é "responsabilidade social empresarial" e "sustentabilidade". A seu ver, esses temas possuem uma relação direta e automática com a governança corporativa?
- 7) O que se entende por externalidade negativa? Em sua opinião, como as externalidades dessa natureza geradas pelas companhias devem ser resolvidas?
- 8) O que é o conceito da linha de resultados tripla (*triple bottom line*)? Quais são seus aspectos positivos e negativos? Em sua opinião, as organizações empresariais deveriam migrar para essa forma de publicação de resultados e avaliação de desempenho?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALCHIAN, Armen; DEMSETZ Harold. "Production, Information Costs and Economic Organization". *American Economic Review*, v. 62, pp. 777-795, 1972.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Principles of Corporate Finance*. Nova York: Irwin-McGraw Hill, 2000.

BRENNER, S. N.; COCHRAN, P. "The Stakeholder Theory of The Firm: Implications for Business and Society Theory and Research". In: J. F. Mahon (Ed.). *Proceedings of the International Association for Business and Society*, pp. 449-467, 1991.

CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e autorregulação do mercado financeiro*. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2009.

DAVIS, Stephen; LUKOMNIK, Jon; PITT-WATSON, David. *The New Capitalists: How Citizen Investors Are Reshaping the Corporate Agenda*. 1ª ed. Cambridge, Massachusetts: Harvard Business School Press, 2006.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications". *Academy of Management Review*, Ohio, v. 20, pp. 65-91, 1995.

EVAN, W.; FREEMAN, R. *A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism*. Ethical Theory and Business. 5ª ed. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1988.

FREEMAN, R.; McVEA, J. "A Stakeholder Approach to Strategic Management". In: HITT, M.; FREEMAN, E.; HARRISON, J. *Handbook of Strategic Management*. Oxford: Blackwell Publishing, pp. 189-207, 2000.

FREEMAN, R. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman, 1984.

FRIEDMAN, Milton. "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits". *New York Times Magazine*, 13 de setembro, 1970.

HILL, C., JONES, T. "Stakeholder-Agency Theory". *Journal of Management Studies*, Oxford, v. 9, pp. 131-154, 1992.

JENSEN, M. “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function”. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 14, n. 3, pp. 8-21, 2001a. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=220671>.

_____. *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*. 1ª ed. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 2001b.

KAPLAN, R.; NORTON, D. *A Estratégia em Ação – Balanced Scorecard*. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) São Paulo: FEA/USP, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; YOSHINAGA, Cláudia Emiko; BORBA, Paulo da Rocha Ferreira. “Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa”. *Caderno de Pesquisas em Administração (USP)*, v. 12, pp. 33-42, 2005.

STERNBERG, E. (1999). “The Stakeholder Concept: A Mistaken Doctrine. Foundation for Business Responsibilities”. Issue Paper nº 4. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=263144>.

SUNDARAM, A.; INKPEN, A. (2001). “The Corporate Objective Revisited”, *Thunderbird School of Management Working Paper*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=293219>.

THE ECONOMIST. “Survey: Corporate Social Responsibility – The Good Company”. 20 jan. 2005.

THE ECONOMIST. “Special Report: Corporate Social Responsibility – Just Good Business”. 17 jan. 2008.

TIROLE, Jean. *The Theory of Corporate Finance*. 1ª ed. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2006.

WINDSOR, D. (1999). “Can Stakeholder Interests be balanced?” In: *IABS 1999 Proceedings*. Tenth Annual Conference, pp. 476-481.

¹ A parte inicial deste capítulo (Seções 3.1 a 3.4) tem como base o artigo de Silveira, Yoshinaga e Borba (2005).

² A expressão “função-objetivo” deriva da teoria da otimização e significa um ou mais objetivos a serem incorporados em uma expressão matemática, geralmente como parte de um processo de otimização. Neste capítulo, representa a transcrição dos objetivos gerais qualitativos de uma companhia para uma função objetivo, visando principalmente estabelecer critérios concretos para tomada de decisão e avaliação de desempenho.

³ De acordo com o Web site Wikipedia, um *trade-off* é uma expressão que se refere a uma situação em que há conflito de escolha. Caracteriza-se por uma ação econômica que visa à resolução de um problema, porém que acarreta outro, obrigando uma escolha. Um exemplo ocorre quando se abre mão de algum bem ou serviço distinto para se obter outro bem ou serviço. Mais informações podem ser encontradas em <http://pt.wikipedia.org/wiki/Trade-off>

⁴ *Stakeholders* são todas as pessoas ou entidades que podem ser afetadas de forma substancial pelas atividades de uma empresa. O termo engloba personagens como funcionários, consumidores, credores, acionistas, fornecedores de insumo e comunidade em geral, entre outros. Entretanto, vale destacar que a própria definição do termo ainda gera controvérsias, não sendo considerada consensual.

⁵ Jensen (2001a, p. 11).

⁶ Uma externalidade é um impacto em uma parte que não estava diretamente envolvida em determinada transação econômica. Como resultado, os preços acabam por não refletir os custos ou benefícios completos da produção ou consumo de um bem ou serviço. Um impacto positivo é denominado externalidade positiva, ao passo que um impacto negativo é denominado externalidade negativa. Assim, os produtores ou consumidores de um determinado mercado podem não arcar com todos os custos ou não colherem todos os benefícios de uma atividade econômica. A produção de bens por uma companhia por meio da poluição de um rio é um exemplo típico de uma externalidade negativa, já que, caso a empresa não arque com os custos do tratamento do rio, ela estará automaticamente impondo um custo oriundo de sua atividade a toda a sociedade. Nessa situação, a busca pela maximização do valor dessa companhia obviamente não levaria ao melhor bem-estar para a sociedade. Mais informações podem ser obtidas no Web site <http://en.wikipedia.org/wiki/Externalities>

⁷ Existe uma situação de monopólio quando um determinado indivíduo ou empresa possui controle suficiente sobre um produto ou serviço específico de forma a determinar os termos nos quais os outros indivíduos terão acesso a ele. Assim, os monopólios são caracterizados pela falta de competição econômica por um determinado bem ou serviço, sem possibilidade de utilização de produtos ou serviços substitutos. Mais informações podem ser obtidas no Web site <http://en.wikipedia.org/wiki/Monopoly>

⁸ Jensen (2001a, p. 9).

⁹ Tirole (2006, p. 59) reforça a ideia de que a abordagem da teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* potencializaria os problemas de agência nas empresas. Dentre os argumentos, o autor afirma que tal abordagem não impõe aos gestores uma missão específica a ser perseguida, aumentando seu poder discricionário e a possibilidade de expropriação da riqueza dos demais agentes da empresa. Ademais, a adoção da abordagem de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* tenderia a aumentar os dispêndios com ações de responsabilidade social e outras atividades não relacionadas à finalidade das empresas, criando na prática um imposto sobre suas operações.

¹⁰ Jensen (2001, p. 10): “*In discussing whether firms should maximize value or not, we must separate two distinct issues: 1. Should the firm have a single-valued objective? 2. And, if so, should that objective be value maximization or something else (for example, maintaining employment or improving the environment)?*”

¹¹ Jensen (2001a, p. 10).

¹² Tirole (2006, p. 56).

¹³ Alchian e Demsetz (1972) e Jensen e Meckling (1976).

¹⁴ Esta é uma tradução do termo usualmente utilizado em inglês “*sunk funds*”.

¹⁵ Jensen (2001b, p. 2).

¹⁶ *Stanford Research Institute – SRI*.

¹⁷ Jensen (2001a, p. 9).

¹⁸ *Under some interpretations, stakeholders also include the environment, terrorists, blackmailers, and thieves.*

¹⁹ Freeman e Mcvea (2000, p. 2).

²⁰ Donaldson e Preston (1995, p. 68).

²¹ Segundo Tirole (2006, p. 56), a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* poderia ser “traduzida” para a linguagem econômica como uma regra para que “os gestores internalizassem as externalidades que suas decisões impõem sobre os demais *stakeholders*”.

²² Conforme Freeman e Mcvea (2000).

²³ Donaldson e Preston (1995, p. 67).

²⁴ Donaldson e Preston (1995, p. 84).

²⁵ Jensen (2001a, p. 9).

²⁶ Tirole (2006, p. 59).

²⁷ Segundo Tirole (2006, p. 59), a teoria dos *stakeholders* é muitas vezes vista como um sinônimo de ausência de controle efetivo sobre os executivos.

²⁸ Jensen (2001a, p. 9): “*Without the clarity of mission provided by a single-valued objective function, companies embracing stakeholder theory will experience managerial confusion, conflict, inefficiency, and perhaps even competitive failure.*”

²⁹ Jensen (2001a, p. 2).

³⁰ Conforme Jensen (2001a, p. 16): “*We cannot maximize the long-term market value of an organization if we ignore or mistreat any important constituency. We cannot create value without good relations with customers, employees, financial backers, suppliers, regulators, and communities.*”

³¹ Tradução livre: “Em uma sociedade livre, existe uma e apenas uma responsabilidade social das empresas – a de utilizar seus recursos e se envolver em atividades designadas a aumentar seus lucros dentro das regras do jogo, o que significa dizer, se envolver em uma competição livre e aberta sem fraudes ou enganação”.

³² Conforme descrito pela revista *The Economist* (2008), “*Chief executives queue up to speak at conferences to explain their passion for the community or their new-found commitment to making their company carbon-neutral.*”

³³ Segundo a *The Economist* (2008), muitas companhias recentemente têm preferido excluir a palavra “social” (que daria uma conotação muito restritiva), passando a denominar tais práticas como “responsabilidade corporativa”, “cidadania corporativa” ou “construção de um negócio sustentável”.

³⁴ Mais informações sobre a regulação e autorregulação no mercado financeiro brasileiro podem ser encontradas em Calado (2009).

³⁵ Uma descrição mais completa pode ser obtida no Web site *Wikipedia* (http://en.wikipedia.org/wiki/Corporate_social_responsibility): “*Corporate Social Responsibility (CSR) is a form of corporate self-regulation integrated into a business model. Ideally, CSR policy would function as a built-in, self-regulating mechanism whereby business would monitor and ensure their adherence to law, ethical standards, and international norms. Business would embrace responsibility for the impact of their activities on the environment, consumers, employees, communities, stakeholders and all other members of the public sphere. Furthermore, business would proactively promote the public interest by encouraging community growth and development, and voluntarily eliminating practices that harm the public sphere, regardless of legality. Essentially, CSR is the deliberate inclusion of public interest into corporate decision-making, and the honoring of a triple bottom line: People, Planet, Profit.*”

³⁶ Algumas iniciativas podem ser boas para todos os *stakeholders*, incluindo os acionistas. Segundo a *The Economist* (2005), alguns defensores acreditam piamente nos princípios da RSE, pregando uma espécie de “novo” capitalismo. Por outro lado, muitos executivos e *experts* da área valorizam o tema apenas como forma de desviar a atenção de outros assuntos mais relevantes ou como forma de geração de renda ou de *status* social para si próprios.

³⁷ Caso isso fosse verdade, conforme dito comumente por executivos de todo o mundo, apenas reforçaria a visão de que o objetivo das empresas é agregar valor aos acionistas, e que suas ações devem ter esse objetivo final. Nesse caso, caberia a pergunta se tais ações (busca por lucros mascarada por ações altruístas) realmente deveriam ser denominadas como ações de “responsabilidade social”.

³⁸ “*The discussions of the “social responsibilities of business” are notable for their analytical looseness and lack of rigor. What does it mean to say that “business” has responsibilities? Only people can have responsibilities. A corporation is an artificial person and in this sense may have artificial responsibilities, but “business” as a whole cannot be said to have responsibilities, even in this vague sense.*”

³⁹ “*If they are to be civil servants, then they must be elected through a political process.*”

⁴⁰ No original: “*The speeches by businessmen on social responsibility may gain them kudos in the short run. But it helps to strengthen the already too prevalent view that the pursuit of profits is wicked and immoral and must be curbed and controlled by external forces.*”

⁴¹ *The Economist* (2005): “*The one thing that all the nostrums of CSR have in common is that they are based on a faulty—and dangerously faulty—analysis of the capitalist system they are intended to redeem.*”

⁴² No original: “*It is not from the benevolence of the butcher, the brewer, or the baker, that we expect our dinner, but from their regard to their own interest.*”

⁴³ De acordo com a revista *The Economist* (2005), o grande *insight* de Adam Smith – e talvez o maior *insight* de toda a área de economia – é que a benevolência simplesmente não é necessária para o avanço do interesse público, desde que as pessoas tenham liberdade para se engajar em trocas econômicas voluntárias umas com as outras. Isso é uma benção, segundo Smith, já que a benevolência infelizmente é algo escasso e não abundante, ocorrendo exatamente o inverso com o autointeresse pessoal.

⁴⁴ Como contraponto, Bill Gates e Warren Buffet, os maiores filantropos do mundo, montaram suas fundações com recursos pessoais, não de suas companhias.

⁴⁵ Tirole (2006, p. 58).

⁴⁶ Também apresentada no *survey* da revista *The Economist* (2005).

⁴⁷ Tais práticas são frequentemente citadas como uma relação “ganha-ganha” pelos executivos: ex. investindo em um melhor relacionamento com as partes interessadas, a companhia adquire melhor reputação e, conseqüentemente, melhores resultados. Além disso, consegue atrair, reter

e motivar melhores funcionários. De acordo com os críticos da RSE, o problema é que todas as companhias acreditam que suas ações de RSE são sempre apenas do tipo “ganha-ganha”.

⁴⁸ Outra crítica também é feita à RSE: a doação de recursos como uma espécie de propaganda, visando, por exemplo, melhorar uma imagem desgastada em função de certas atividades finais, como venda de tabaco, armamentos, petróleo etc. Segundo tais críticos, a RSE constituiria uma espécie de disfarce para tais companhias melhorarem sua imagem pública, diminuindo as pressões por maiores padrões operacionais, ambientais e de conduta.

⁴⁹ De acordo com a revista *The Economist* (2005).

⁵⁰ No original da *The Economist* (2005): “*this survey concludes that, done badly, it is often just a fig-leaf and can be positively harmful. Done well, though, it is not some separate activity that companies do on the side: it is just good business.*”

⁵¹ Conforme citado pela revista *The Economist* (2005): “*The movement for corporate social responsibility has won the battle of ideas.*”

⁵² Uma descrição mais completa pode ser obtida junto ao Web site *Wikipedia* (<http://en.wikipedia.org/wiki/Sustainability>): “*Sustainability is the ability to maintain balance of a certain *process or state in any system. Sustainability has become a complex term that can be applied to almost every system on Earth, and is expressed in human organization concepts, such as; eco-municipalities, sustainable cities, and human activities and disciplines, such as; sustainable agriculture, sustainable architecture and renewable energy. For humans to live sustainably, the Earth’s resources must be used at a rate at which they can be replenished. However, there is now clear scientific evidence that humanity is living unsustainably, and that an unprecedented collective effort is needed to return human use of natural resources to within sustainable limits. Since the 1980s, the idea of sustainable human well-being has become increasingly associated with the integration of economic, social and environmental spheres.*”

⁵³ Conforme descrito pela revista *The Economist* (2008), o famoso documentário de Al Gore sobre o aquecimento global abriu um mundo de oportunidades para os executivos, principalmente de retórica.

⁵⁴ É possível que haja exceções, mas não se pode trabalhar com comportamentos fora do padrão para entender o mundo corporativo.

⁵⁵ E, segundo os críticos, o objetivo dos executivos continua sendo a maximização do resultado de suas carreiras, levando a inevitáveis conflitos de interesses.

⁵⁶ Indo naturalmente ao encontro da tradicional função-objetivo de maximização da riqueza dos acionistas.

⁵⁷ Deve-se destacar que esta não é uma tarefa das mais simples. Como exemplo, uma pesquisa do varejista Marks & Spencer descrita na *The Economist* (2008) com 25.000 consumidores ingleses em 2007 mostrou que apenas 11% dos consumidores estariam dispostos a comprar produtos “verdes” mais caros ou que exigissem maior esforço de compra, um dado não muito estimulante. Segundo a *The Economist* (2008): “*The lesson for companies is that selling green is hard work*”. Adicionalmente, uma pesquisa realizada no Brasil em 2009 concluiu que apenas 7% dos consumidores brasileiros consideram aspectos de responsabilidade socioambiental das empresas na hora de escolher um produto. Fonte: *Folha de São Paulo*, 25/08/2009. “Só 7% dos clientes avaliam sustentabilidade”. Jornalista André Palhano.

⁵⁸ Esta visão se enquadra como uma das dez regras do “manifesto capitalista” elaboradas por Davis *et al.* (2006, p. 53): “*Seek regulations that ensure your operations do not cause collateral damage and your competitors do not gain unfair advantage*”.

⁵⁹ No original: “*The triple bottom line is not so much a license to operate as a license to obfuscate*”.

CAPÍTULO 4

PROTEÇÃO AOS INVESTIDORES E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conceitos apresentados neste capítulo

- Proteção legal aos investidores e estrutura de governança das empresas;
- Listagem dupla (*cross-listing*) e a hipótese de comprometimento (*bonding hypothesis*);
- A Lei *Sarbanes-Oxley*;
- Apêndice 4.1: Transações com Partes Relacionadas (RPTs): uma questão-chave na governança corporativa.

4.1 PROTEÇÃO LEGAL AOS INVESTIDORES E ESTRUTURA DE GOVERNANÇA DAS EMPRESAS

Como área de conhecimento multidisciplinar, as discussões sobre governança corporativa também envolvem o campo do Direito. O ambiente jurídico, envolvendo as “regras do jogo” e o seu grau de cumprimento, possui influência sobre as práticas de governança das empresas, merecendo análise específica. Como resultado do diferente nível de proteção legal aos investidores entre os países, as empresas tendem a apresentar diferentes formas e problemas de governança.

Os estudos para avaliar a relação entre proteção aos investidores, governança corporativa e seus impactos financeiros sobre as companhias foram desenvolvidos inicialmente por La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998, 1999). Independentemente do questionamento recente acerca de seus principais resultados,¹ essas pesquisas tiveram o pioneirismo de mostrar que a análise das questões de governança não poderia dar-se de forma isolada, analisando-se, por exemplo, apenas questões das áreas de finanças corporativas ou de direito. De acordo com os autores, os títulos (ações, papéis de dívida etc.) em posse dos investidores não devem ser avaliados somente em função dos fluxos de caixa prometidos por esses papéis, conforme apregoadado pela tradicional teoria de finanças. Na verdade, para determinar seu valor, deve-se também levar em consideração os direitos que eles alocam aos seus titulares, já que os investidores só obtêm retorno sobre seus recursos caso possuam certos poderes. Como exemplo, os acionistas recebem dividendos adequados apenas caso tenham poder para selecionar conselheiros que ajam em seu interesse, enquanto os credores apenas recebem seu pagamento caso possam exigir garantias, cláusulas restritivas ou outros direitos em contrapartida. Em suma, os investidores devem receber retorno sobre seu investimento não apenas porque os ativos corporativos simplesmente gerarão fluxos de caixa, mas principalmente porque os investidores poderão exercer seus direitos sobre tais recursos.²

Do ponto de vista legal, La Porta et al. (1988) argumentam que o principal fator que assegura aos investidores retorno sobre o investimento não é a mera existência de leis para protegê-los, mas primordialmente a “garantia de aplicação” dessas leis, o chamado *enforcement*. A existência de leis e de um sistema que assegure seu cumprimento efetivo, portanto, são elementos essenciais da governança corporativa. Entre os direitos básicos dos credores citados pelos autores, destacam-se:

- o direito prioritário sobre o recebimento dos fluxos de caixa, previamente aos acionistas;

- a possibilidade de acarretar a falência da empresa; e
- a possibilidade de recebimento de ativos como garantia.

Entre os direitos básicos dos acionistas, por sua vez, destacam-se:

- a garantia de recebimento periódico de números precisos e transparentes da empresa, de acordo com as normas de contabilidade vigentes;
- a possibilidade de votar para eleger conselheiros;
- a possibilidade de processar conselheiros e executivos por suspeita de expropriação;
- a possibilidade de decidir sobre o pagamento de dividendos e outras matérias corporativas da mais alta relevância; e,
- a possibilidade de liquidar a empresa e receber os recursos provenientes.

Um ponto central da abordagem pioneira de La Porta et al. (1998) diz respeito aos diferentes níveis de proteção aos investidores entre os países e suas consequências para a governança corporativa e desenvolvimento dos mercados de capitais. De acordo com os autores, o elemento decisivo para explicar as diferenças entre os sistemas de governança corporativa no mundo é o grau de proteção legal aos investidores³ contra expropriação pelos executivos e/ou acionistas controladores das empresas. Sob essa perspectiva, denominada de abordagem legal para a governança corporativa, a estrutura de propriedade das empresas e, conseqüentemente, seu sistema de governança, seriam uma resposta de equilíbrio ao ambiente legal em que as empresas operam.

Como forma de corroborar sua hipótese, La Porta et al. (1998) realizaram um estudo seminal avaliando a existência de leis de proteção aos acionistas e credores e seu grau de *enforcement* em 49 países. Inicialmente, os autores classificaram a origem das leis de cada país em quatro tradições do direito: *common law*⁴ (países anglo-saxões), *civil law*⁵ francês, *civil law* alemão e *civil law* escandinavo. Na sequência, criaram três índices: um para medir o nível de proteção legal dos acionistas, outro para medir o nível de proteção dos credores e um terceiro para medir o *enforcement* ou grau de cumprimento das leis. Os resultados obtidos são apresentados na Tabela 4.1.

COLOCAÇÃO	NÍVEL DE PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS	NÍVEL DE PROTEÇÃO DOS CREDORES	ENFORCEMENT OU GARANTIA DE CUMPRIMENTO DAS LEIS
1º	Common Law	Common Law	Civil Law Escandinavo
2º	Civil Law Escandinavo	Civil Law Alemão	Civil Law Alemão
3º	Civil Law Alemão	Civil Law Escandinavo	Common Law
4º	Civil Law Francês	Civil Law Francês	Civil Law Francês

■ Tabela 4.1 – Nível de proteção aos investidores em função dos diferentes sistemas legais.

Fonte: La Porta, R., Shleifer, A., Lopez-De-Silanes, F., Vishny, R., “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 1998.

Em todas as análises, La Porta et al. (1998) observaram que os países que adotam o *civil law* francês (entre os quais o Brasil, na classificação desses autores) apresentaram pior proteção aos investidores. Por outro lado, observaram que os países anglo-saxões que adotam o *common law* apresentaram melhor proteção aos investidores. Após a análise da proteção legal, os autores analisaram as estruturas societárias de grandes empresas dos 49 países da amostra, constatando uma concentração acionária mais elevada nos países do *civil law* francês e uma maior dispersão da propriedade nos países pertencentes ao regime jurídico do *common law*. A forte correlação negativa entre concentração acionária e a qualidade da proteção legal aos investidores levou então os autores a concluir que a alta concentração da estrutura de propriedade das empresas (principalmente nos países com origem no *civil law* francês) tende a ocorrer como resposta à falta de proteção legal.⁶

Esse e outros trabalhos subsequentes evidenciaram a influência da origem dos sistemas jurídicos dos países como fator explicativo do nível de proteção ao investidor, estrutura de propriedade das companhias e grau de desenvolvimento dos mercados. Enquanto os países com pior proteção legal (particularmente os que adotam o *civil law* francês) tendem a apresentar maior concentração acionária,⁷ os com melhor proteção legal (particularmente do *common law*) tendem a apresentar estruturas de propriedade mais pulverizadas.

Duas outras constatações importantes merecem destaque a partir dos estudos conduzidos por La Porta et al. (1998, 2000): i) diferentemente da existência de leis (que parece independer do nível de renda dos países), é o *enforcement* ou garantia de seu cumprimento o principal fator que diferencia a renda entre os países, com os países mais ricos apresentando desempenho superior nas medidas relativas à garantia de aplicação das leis; e, ii) além de influenciar a estrutura de propriedade das empresas, a proteção legal também parece influenciar o desenvolvimento dos

mercados financeiros como um todo. Quando comparados aos países com baixa proteção legal, os países que oferecem maior proteção aos investidores possuem:⁸

- maior capitalização de mercado das empresas;
- maior quantidade de companhias abertas;
- maior número de ofertas públicas iniciais de ações;
- maiores múltiplos P/E (preço/lucro) e PBV (preço/valor contábil) das ações das empresas listadas em bolsa;
- empresas pagadoras de maiores dividendos; e
- maiores mercados de crédito.

Em resumo, uma melhor proteção ao investidor encorajaria o desenvolvimento dos mercados de capitais, fazendo com que os investidores pagassem mais pelos títulos corporativos. Consequentemente, tais ambientes tornariam mais atrativa a emissão de papéis (títulos de dívida ou ações) pelas companhias. Enquanto a proteção legal aos credores encorajaria o desenvolvimento do mercado de crédito, a proteção legal aos acionistas, por sua vez, encorajaria o desenvolvimento do mercado de ações.

■ 4.2 LISTAGEM DUPLA (*CROSS-LISTING*) E A HIPÓTESE DE COMPROMETIMENTO (*BONDING HYPOTHESIS*)

De acordo com a abordagem legal para a governança corporativa, o custo do capital deveria ser mais elevado para as empresas situadas em ambientes com baixa proteção aos investidores, já que estes correriam um risco maior de serem apropriados, sem possibilidade de fazer valer seus direitos. Sendo essa premissa verdadeira, o que uma companhia localizada num ambiente com baixa proteção jurídica poderia fazer caso estivesse interessada em captar recursos a baixo custo? Seria essa companhia “condenada” a acessar capital a um custo elevado em função de uma localização geográfica legalmente desfavorável?

Uma resposta a essas questões foi encontrada por meio do fenômeno da listagem dupla ou *cross-listing*. Durante os anos 1990, empresas de todo o mundo procuraram listar suas ações⁹ em bolsas de valores consideradas comprometidas com padrões de transparência e governança superiores, particularmente as de Nova York (NYSE – *New York Stock Exchange*) e de Londres (LSE – *London Stock Exchange*). Tais companhias passaram a dispor de um leque maior de opções para financiamento de suas operações, aumentando o acesso ao capital e diminuindo seus custos de captação.

Criou-se então a chamada hipótese de comprometimento (do original *bonding hypothesis*)¹⁰ para explicar o fenômeno da listagem das empresas em mercados mais exigentes.¹¹ De acordo com essa teoria, formulada pioneiramente por Coffee (1999) e Stulz (1999), deve haver uma relação negativa entre o nível dos benefícios privados auferidos pelos acionistas controladores¹² e a capacidade de obtenção de recursos junto a investidores externos. Em outras palavras, quanto piores forem as práticas de governança de uma determinada companhia, maior será a chance dos seus controladores/gestores expropriarem os demais acionistas, diminuindo *ex ante* o interesse dos investidores em oferecer capital à companhia em questão.

É possível, por outro lado, que algumas empresas situadas em mercados com frágil proteção ao investidor se deparem com oportunidades de investimento rentáveis, mas que exigiriam montantes significativos de financiamento externo.¹³ Nesse caso, seus controladores encontrar-se-iam diante de um *trade-off*: manter seus elevados níveis de benefícios privados e deixar de obter os recursos necessários para os investimentos necessários, ou abrir mão voluntariamente de seus benefícios privados (ou ao menos de parte deles), de forma a viabilizar o acesso aos recursos externos necessários. Caso os controladores acreditem que seu ganho seria maior no segundo caso,¹⁴ poderiam então abrir mão voluntariamente de seus elevados benefícios privados, optando pela listagem em mercados mais exigentes e transparentes. Com isso, sinalizariam aos investidores¹⁵ que a companhia passaria a tomar decisões visando remunerá-los adequadamente.

Uma predição da hipótese de comprometimento é que esta “sinalização” deveria ser bem recebida pelo mercado, resultando em aumento das emissões de papéis pelas empresas, redução do custo de capital e aumento do seu valor de mercado.¹⁶ Embora ainda seja um tema em aberto nos debates acadêmicos, diversas evidências têm corroborado a hipótese de comprometimento. Como exemplos, Doidge et al. (2003, 2009) mostram que as empresas estrangeiras listadas nos Estados Unidos possuem múltiplos de valor de mercado superiores às dos seus países de origem e prêmios de controle menores do que seus pares locais, indicando menor nível de benefícios privados do controle.¹⁷ Reese e Weisbach (2002), por sua vez, mostram que as empresas pertencentes a países que adotam o *civil law* francês são mais propensas à dupla listagem do que as empresas de países que adotam o *common law* inglês, corroborando a ideia de que as empresas listam suas ações em mercados como o norte-americano como forma de sinalizar um aumento na proteção aos seus investidores, inclusive os de seu país de origem.

4.2.1 Custos do *cross-listing*

Além dos potenciais benefícios, deve-se discutir também os potenciais custos da internacionalização das fontes de financiamentos. Uma listagem dupla é um proces-

so geralmente demorado, difícil e oneroso. Inicialmente, um conjunto de medidas tem de ser tomado, tais como: harmonização das práticas contábeis à legislação do mercado em que a companhia pretende listar suas ações; adequação às exigências de *disclosure* do mercado estrangeiro; pagamento de elevadas taxas de manutenção de suas contas em outras bolsas; e pagamento de custos elevados de marketing, distribuição dos papéis e remuneração dos agentes envolvidos em todo o processo, como escritórios de advocacia e bancos de investimento. Além dos custos explícitos, o custo implícito decorrente da diminuição dos potenciais benefícios privados do controle também tende a ser levado em consideração pelos acionistas controladores.

O número reduzido de empresas brasileiras que optaram pela listagem dupla parece confirmar a relevância desses custos explícitos e implícitos.¹⁸ Em julho de 2009, dados da CVM¹⁹ apontavam 90 ações de empresas brasileiras listadas por meio de ADRs nos Estados Unidos, sendo apenas 34 com ADRs níveis 2 ou 3²⁰, os mais exigentes em relação às práticas de governança. O ritmo das listagens de empresas brasileiras nos Estados Unidos também declinou fortemente na década de 2000, com apenas cinco emissões de Nível 2 ou 3 após 2002. Esse resultado decorre, em parte, do sucesso do Novo Mercado da Bovespa, um segmento diferenciado de práticas de governança lançado em 2000 e que alcançou 100 empresas listadas ao final de 2008.²¹

■ 4.3 A LEI SARBANES-OXLEY

A Lei Sarbanes-Oxley (SOX²²), sancionada em julho de 2002, foi a mais importante mudança legal para as companhias norte-americanas desde a promulgação no país das leis básicas sobre valores mobiliários em 1933 e 1934. A SOX também teve impacto em companhias estrangeiras de grande porte de todo o mundo, já que diversas de suas diretrizes tornaram-se obrigatórias para companhias com ações negociadas por meio de programas de ADRs Níveis 2 e 3 nos Estados Unidos.

A Lei pode ser entendida como uma resposta legislativa a diversos problemas de governança ocorridos em 2001-2002 com grandes companhias como Enron, Worldcom, Tyco etc. Esses escândalos causaram falências gigantescas, enorme destruição de valor e prejuízos a diversos *stakeholders*, aumentando a insegurança do público em relação às empresas listadas. Os escândalos envolveram principalmente fraudes contábeis, negociação de ações por pessoas de posse de informações privilegiadas e empréstimos problemáticos para administradores, sendo estes os focos principais da SOX. O objetivo específico da SOX foi definido como: “proteger os investidores por meio do aprimoramento da precisão e da confiabilidade das informações divulgadas pelas companhias”.²³

Para as 34 empresas brasileiras com ADRs Níveis 2 e 3, a SOX acarretou diversas exigências adicionais, com impacto substancial em sua estrutura de governança e sistema de controles internos.²⁴ A SOX é composta por 11 itens ou seções,²⁵ destacando-se 11 exigências principais para as companhias brasileiras sujeitas à Lei:

- Necessidade de assinatura pelo Diretor Executivo (CEO – *Chief Executive Officer*) e pelo Diretor Financeiro (CFO – *Chief Financial Officer*) de todos os relatórios 20-F²⁶ arquivados junto à SEC atestando que: i) revisaram o relatório; ii) pelo seu conhecimento, o relatório não contém erros ou omissões relevantes e apresenta fielmente a condição financeira, resultados da operação e os fluxos de caixa da empresa; iii) são responsáveis pelo estabelecimento e manutenção de “controles e procedimentos de divulgação²⁷”; iv) desenharam tais controles e procedimentos da companhia (ou supervisionaram sua concepção); v) avaliam a eficácia desses controles ao menos trimestralmente; vi) apresentaram suas conclusões em relação à eficácia desses controles; e vii) divulgaram ao Comitê de Auditoria e auditores independentes todas as deficiências significativas encontradas nos controles (seção 302);
- Atribuição de responsabilidade ao CEO e CFO pela implantação e manutenção de controles internos de informações periódicas (seção 302);
- Estabelecimento de penalidades criminais mais severas aos executivos para violações das leis do mercado de capitais, inclusive para emissores estrangeiros (seção 802);²⁸
- Elaboração de relatório de avaliação dos “controles internos relativos às demonstrações financeiras²⁹” atestado por um Auditor Independente (seção 404);
- Proibição de empréstimos para administradores: proibição para a concessão, manutenção ou renovação de créditos na forma de empréstimo pessoal para conselheiros e diretores da companhia (seção 402);
- Restituição de valores recebidos por CEOs e CFOs em caso de retificação financeira: exigência que os executivos devolvam os valores recebidos a título de bônus e outras formas de remuneração variável caso a companhia retifique suas demonstrações financeiras em função do descumprimento de qualquer obrigação relevante prevista na legislação americana (seção 304);
- Maior *disclosure* exigido para operações fora do balanço (operações *off-balance sheet*) (seção 401);
- Divulgação da existência de Código de Ética: divulgação anual da existência ou não de código de ética para seus colaboradores (seção 406);
- Restrições à prestação de certos serviços por empresas de auditoria: a fim de mitigar situações envolvendo conflito de interesses, as firmas de auditoria

passaram a não poder prestar oito tipos de serviço concomitantemente, entre os quais: concepção e implantação de sistemas de informações financeiras, avaliação do valor da companhia e serviços atuariais etc. (seção 201);

- Aumento da responsabilidade e atuação do Comitê de Auditoria:³⁰ o comitê de auditoria passou a ter de ser composto exclusivamente por conselheiros independentes.³¹ Além disso, passou a ter como atribuição, entre outras tarefas, a seleção, remuneração e supervisão dos auditores externos (seção 301);
- Divulgação da presença de especialista em finanças³² no Comitê de Auditoria: as companhias passaram a ter de divulgar anualmente a existência ou não de ao menos um especialista em finanças no seu Comitê. Para as companhias sem um especialista, tornou-se necessário explicar por que não possuem tal *expert* (seção 407).

De longe, a seção 404 da Lei é a mais controversa, sendo alvo de críticas da maioria das companhias em função do seu custo de implantação. A Seção determina uma avaliação anual dos controles e procedimentos internos para fins de emissão dos relatórios financeiros. Com base nessa avaliação, as empresas devem gerar um relatório de “avaliação da administração sobre controles internos relativos às demonstrações financeiras”. Esse relatório deve então ser avaliado por um Auditor Independente, que emitirá seu parecer relativo à avaliação dos controles internos realizada pelos gestores. No pior cenário, os auditores podem concluir pela presença de “deficiências materiais”³³ relevantes nos controles internos da companhia, indicando uma probabilidade considerável de lançamento de números incorretos nas demonstrações financeiras, com impacto potencial sobre o valor de mercado da companhia.

Como consequência da seção 404, o CEO e o CFO da companhia passaram a ser responsáveis pelo desenvolvimento de controles internos e procedimentos de divulgação a fim de garantir que todas as informações (financeiras ou não) contidas nos relatórios anuais sejam registradas, processadas e reportadas em tempo hábil. Entretanto, como o conceito de “controle interno”³⁴ possui um componente subjetivo em sua interpretação, os executivos sentiram-se inicialmente compelidos a despendar enormes quantias para o desenho e a implantação de controles, muitas vezes distantes de uma análise razoável de seu custo-benefício.³⁵

Visando tornar a avaliação dos controles internos pelos gestores mais eficiente e razoável em relação ao seu custo-benefício, a SEC divulgou em junho de 2007 uma orientação mais detalhada sobre o conceito de “deficiências materiais”. De acordo com a entidade, o termo deve ser entendido como: “uma deficiência, ou combinação de deficiências, nos controles internos relativos às demonstrações financeiras, tal que haja uma possibilidade razoável de um lançamento material incorreto nas demonstrações financeiras da companhia não ser prevenido ou detectado em tem-

po hábil por seus controles internos”.³⁶ Na mesma ocasião, a SEC também passou a adotar a expressão “deficiência significativa”,³⁷ a ser utilizada pelas companhias quando seus controles internos apresentam problemas relevantes, porém não tão críticos a ponto de serem considerados deficiências materiais.

4.3.1 Benefícios e custos da SOX: uma ampla discussão

Decorridos alguns anos de sua promulgação, discute-se atualmente os resultados da Sarbanes-Oxley: ela foi positiva ou negativa para as companhias? E para a competitividade do mercado de capitais norte-americano? O debate acerca dos benefícios *vs.* custos impostos pela SOX tem sido um dos principais assuntos da temática da governança nos últimos anos. Diversos estudos e análises foram realizados. No geral, entretanto, ainda não há um consenso,³⁸ reforçando o acalorado debate.

Por um lado, os defensores da Lei argumentam que seus benefícios superam os custos. Particularmente, a adoção de uma estrutura de controles internos mais rígida teria beneficiado as companhias de diversas formas, entre as quais: na tomada de melhores decisões operacionais, na diminuição substancial da ocorrência de fraudes, na obtenção de informações corporativas mais precisas, no aumento do *compliance* em relação às leis e regulamentações aplicáveis, e, principalmente, na reconquista da confiança dos investidores.

Vários estudos evidenciam alguns aspectos positivos decorrentes da SOX. Skaife et al. (2009) observam que as empresas que aprimoraram seus controles internos após a promulgação da Lei obtiveram redução no seu custo de capital próprio de 0,5% a 1,5%. Um estudo de Lord e Benoit (2006) realizado com 2.500 companhias constatou que as empresas sem deficiências materiais nos controles internos³⁹ apresentaram maior elevação nos preços das ações do que as com deficiências relevantes, concluindo que seus benefícios compensam os custos. Já uma pesquisa realizada pelo *Institute of Internal Auditors* (2005) junto a 171 CAEs (chefes de auditoria interna)⁴⁰ identificou diversos casos de aprimoramentos substanciais nos controles das companhias entrevistadas como consequência da obrigatoriedade de uma avaliação anual.

Por outro lado, não faltam críticas à rigidez da SOX e aos custos incorridos pelas empresas para sua implantação. Um estudo anual da FEI (*Finance Executives International*) mostra que, apesar de decrescentes, os custos para adequação à SOX ainda permanecem elevados. Enquanto em 2005 as 200 empresas avaliadas reportaram um gasto anual médio de US\$ 3,8 milhões, o gasto anual médio reportado em 2007 foi de US\$ 1,7 milhão. Adicionalmente, apenas 22% dos executivos entrevistados na edição de 2006 da pesquisa concordaram com a ideia de que os benefícios de cumprimento às regras da SOX excediam seus custos.⁴¹ De forma agregada, um estudo acadêmico realizado por Zhang (2007) estimou em US\$ 1,4 trilhão de dólares a perda total de

valor de mercado das companhias norte-americanas nos dias próximos ao anúncio das principais medidas a serem exigidas pela Lei. Outro estudo relevante foi conduzido por Litvak (2007). A pesquisadora analisou o impacto da SOX sobre as companhias estrangeiras com programas de ADRs Níveis 2 e 3. Como forma de analisar o resultado líquido da Lei, a autora comparou o retorno das ações dessas empresas com o retorno das ações de empresas similares negociadas exclusivamente em seus países de origem quando do anúncio de diversas exigências da SOX. Como principal resultado, o trabalho constatou que as companhias estrangeiras sujeitas à Lei apresentaram retornos negativos substanciais quando da divulgação de novas exigências aos quais estariam sujeitas. No geral, o trabalho concluiu que, na visão dos investidores, a SOX acarretou em mais impactos negativos do que positivos para as companhias.⁴²

Outra questão relevante da SOX diz respeito ao seu impacto no grau de atratividade do mercado norte-americano como local escolhido por empresas estrangeiras interessadas em realizar seu *cross-listing*. Por um lado, diversos agentes de mercado têm argumentado que as bolsas norte-americanas (particularmente a de Nova York) perderam competitividade em relação à bolsa de Londres após a promulgação da SOX, em função da busca por mercados com obrigações mais brandas de governança⁴³ (vide o quadro a seguir). Por outro lado, estudos recentes não têm corroborado esse senso comum. Pesquisas como a de Doidge, Karolyi e Stulz (2007) e Piotroski e Srinivasan (2008) mostram que não houve diminuição no número de listagens na Bolsa de Nova Iorque em função da SOX, e que a listagem nas bolsas norte-americanas ainda gera um prêmio no valor das companhias estrangeiras não existente quando da listagem na Bolsa de Londres.

Por fim, a questão sobre os benefícios e custos da SOX pode ser estendida para uma discussão mais ampla sobre a necessidade de regulação *vs.* autorregulação das práticas de governança. Enquanto o mercado norte-americano seguiu um caminho mais próximo da regulação, o mercado britânico seguiu uma abordagem menos restritiva e mais próxima da autorregulação pelas próprias companhias e mercado (vide o quadro na página 88-89).

Custos de governança corporativa afastam empresas estrangeiras das bolsas norte-americanas

Um levantamento realizado pela revista *Business Week* em maio de 2006 evidenciou o atual desinteresse das empresas estrangeiras pela listagem nas bolsas norte-americanas por meio de ADRs. Dos 25 maiores IPOs ocorridos em 2005, apenas um aconteceu nos Estados Unidos. Em 2000, estima-se que cerca de 90% dos maiores IPOs ocorriam na NYSE ou na NASDAQ. Ademais,

enquanto entre 1996 e 2001 em média 50 empresas estrangeiras listaram ações na NYSE por ano, em 2005 esse número caiu para apenas oito.

O novo destino dos IPOs estrangeiros tem sido a bolsa de Londres, que recebeu 139 IPOs de empresas estrangeiras em 2004. Dois motivos principais são apontados para a atual desvantagem competitiva das bolsas norte-americanas: os altos custos decorrentes da aplicação da Sarbanes-Oxley e o aprimoramento tecnológico das bolsas europeias (reduzindo seus custos de transação).

Em relação aos custos decorrentes da SOX, o caso do IPO da empresa Peach Holdings, apresentado na revista *Forbes*, ilustra bem a diferença entre os mercados. A empresa optou por realizar seu IPO com oferta de US\$ 231 milhões no mercado de investimento alternativo (AIM) da bolsa de Londres, segmento destinado às pequenas e médias empresas. Para listar suas ações nesse segmento, a empresa gastou cerca de US\$ 500 mil, incluindo US\$ 7.600 de taxas para a bolsa. Caso resolvesse listar suas ações na NASDAQ, os custos teriam sido de cerca de US\$ 2 milhões para adequação às exigências da SOX, além de outros US\$ 100 mil para pagamento de taxas à NASDAQ.

Em relação ao aprimoramento tecnológico das bolsas europeias, os investimentos realizados nos últimos anos em tecnologia da informação as tornaram tão sofisticadas quanto às norte-americanas. Esse fato, acrescido ao aumento da negociação eletrônica e da maior mobilidade dos investidores, fez com que as bolsas do velho continente se tornassem novos centros de negociação dos papéis de empresas globais.

Fonte: Revista Capital Aberto, ano 3, n. 34, jun. 2006. Coluna Governança Corporativa: "Dados confirmam Londres como novo destino dos IPOs", Alexandre Di Miceli da Silveira.

Exemplo indiano contribui para o debate regulação vs. autorregulação das práticas de governança

O tema regulação *vs.* autorregulação das práticas de governança tem sido muito discutido atualmente. No Brasil, a adoção dos níveis diferenciados de governança pela Bovespa parece ter colocado um peso maior na autorregulação para o aprimoramento das práticas de governança. Na Índia, entretanto, o caminho parece ser o oposto.

O órgão regulador local, denominado *Securities and Exchange Board of India* (SEBI), instituiu no final de 2004 uma série de normas, denominadas

Cláusula 49, a fim de elevar os padrões de governança corporativa das empresas listadas.

Entre as novas práticas exigidas, destaca-se a publicação de um relatório de conformidade trimestral que deverá explicar em detalhes temas-chave de governança, tais como a composição do comitê de auditoria, funcionamento do conselho de administração, realização de transações com partes relacionadas etc. Ademais, as empresas serão obrigadas a apresentar uma seção específica sobre governança corporativa nos seus relatórios anuais, incluindo o conteúdo do relatório de conformidade. Segundo representantes da SEBI, as práticas ajudam os investidores a avaliar melhor os padrões de governança das empresas.

O tema que vem causando maior polêmica, entretanto, é o da obrigatoriedade de membros independentes nos conselhos. De acordo com a Cláusula 49, nas empresas onde o presidente do conselho for executivo da empresa, metade do conselho deverá ser composta por independentes. Nas empresas onde o presidente do conselho não for executivo, essa proporção deverá ser no mínimo de um terço. Segundo informações do jornal local *Hindu Business Line*, essa regra deverá causar uma demanda por cerca de 15.000 conselheiros independentes.

Fonte: Revista Capital Aberto, ano 3, n. 28, dez. 2005. Coluna Governança Corporativa: “Índia regulamenta práticas de governança”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

■ APÊNDICE 4.1: TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS (RPTs): UMA QUESTÃO-CHAVE NA GOVERNANÇA CORPORATIVA⁴⁴

Diversos escândalos corporativos ocorridos na década de 2000 ressaltaram a importância das chamadas transações com partes relacionadas (*RPTs – Related Party Transactions*)⁴⁵ no âmbito da governança corporativa. Tais operações foram responsáveis, ao menos parcialmente, por casos como Enron (transações com sociedades de propósito específico), Worldcom (empréstimos para executivos), Parmalat (empréstimos para empresas do controlador) e Agreco (canalização de recursos via operações comerciais para empresas de administradores), entre outros. Como resultado, a discussão sobre a regulação dessas operações é fundamental para maior proteção aos investidores.⁴⁶

Em ambientes com predominância de estruturas de propriedade pulverizada, as RPTs que merecem mais atenção são aquelas entre a companhia e seus executivos, visando à maximização de sua remuneração pessoal. Como exemplo, a Sarbanes-Oxley proibiu empréstimos para administradores, uma operação frequente até então no mercado norte-americano. Em ambientes com alta concentração acionária, como o brasileiro, o problema se volta para transações entre empresas do mesmo grupo empresarial, ou entre a companhia e entidades de interesse dos acionistas controladores, como empresas de seus familiares ou amigos.

Nessas transações, o potencial conflito decorre do eventual descompasso entre a decisão que maximiza o valor da companhia e a decisão que maximiza o ganho pessoal daqueles que efetivamente têm o poder decisório. Exemplo típico dessa situação conflituosa são os contratos entre empresas de um mesmo grupo econômico firmados em condições diferentes das praticadas no mercado, favorecendo os controladores do grupo. Nessa hipótese, o controlador pode auferir benefícios que não são compartilhados com os demais acionistas, os chamados benefícios privados do controle.

Existe uma literatura crescente evidenciando os problemas decorrentes das RPTs. Johnson et al. (2000) apresentam diversos casos de transferência de ativos e lucros para outras empresas em benefícios dos seus acionistas controladores (prática chamada de *tunneling* pelos autores) em países como França, Itália, Bélgica e Alemanha. Gordon et al. (2004) encontram evidências de que as RPTs eram frequentes no ambiente norte-americano pré-Lei Sarbanes-Oxley, ocorrendo principalmente por meio de operações com executivos e conselheiros externos. Adicionalmente, os autores apontam que RPTs mais frequentes e de maiores montantes são associadas a piores práticas de governança, observando um impacto negativo da frequência das RPTs sobre os retornos ajustados ao risco das empresas. No geral, concluem que tais operações são indícios de maiores conflitos de interesses substanciais nas organizações. La Porta et al. (2003), Djankov et al. (2005), Kirchmaier e Grant (2005) e Baek et al. (2006) são exemplos de outros estudos sobre RPTs.

Estratégias legais para lidar com as RPTs

Kraakman et al. (2004) classificam as RPTs em quatro tipos: (1) contratos entre a companhia e seus controladores ou administradores (*traditional self-dealing*); (2) política de remuneração dos administradores (*compensation policy*); (3) apropriação de oportunidades de negócios da companhia (*appropriating corporate opportunities*) e (4) utilização indevida de informações privilegiadas (*insider trading*). As operações do tipo 1 referem-se à compra ou venda de ativos, como quando um administrador adquire um ativo da companhia ou quando uma companhia atua como avalista em uma dívida pessoal do CEO. Envolvem também negócios entre a companhia e

as “partes relacionadas” de conselheiros ou executivos, como parentes ou empresas de seus familiares. As operações do tipo 2 podem ocasionar um risco de coalizão entre os altos executivos e conselheiros, com remunerações excessivas para todos como resultado. Além disso, o entrelaçamento de empresas por meio de conselheiros comuns (executivo da empresa X atuando como conselheiro da empresa Y e vice-versa) também pode aumentar a chance de colusão para aumento da remuneração de todos. Nas operações do tipo 3, os executivos e/ou controladores podem se aproveitar de oportunidades de investimento que deveriam ser oferecidas às suas companhias em primeiro lugar. O tipo 4, por fim, representa as situações nas quais os administradores se apropriam do valor da companhia em detrimento dos demais acionistas, adquirindo, por exemplo, valores mobiliários antes do anúncio de notícias positivas ou vendendo-os antes do anúncio de más notícias.

Kraakman et al. (2004) apontam cinco estratégias legais para lidar com os potenciais problemas advindos das RPTs: (1) transparência obrigatória de informações relevantes (*mandatory disclosure*), (2) competência do conselho de administração para deliberação sobre as condições das operações (*board approval*), (3) competência dos acionistas para deliberar sobre as condições das operações (*shareholder approval*), (4) obrigações específicas para controladores e administradores ou proibição *ex ante* (*rules/prohibiting conflicted transaction*), e (5) previsão legal de princípios que devem pautar a conduta de controladores e administradores com penalizações *ex post* (*standards*).

Panorama das RPTs no Brasil

O trabalho de Silveira, Prado e Sasso (2008) traçou pioneiramente um panorama das RPTs no Brasil. De acordo com os autores, sob o ponto de vista qualitativo, o Direito brasileiro utiliza amplamente a estratégia jurídica de estabelecer princípios que devem pautar a conduta dos administradores e controladores, deixando as condições do negócio para uma análise *ex post*. Por outro lado, sob o ponto de vista da autorregulação, institutos como as regras do Novo Mercado enfocam a estratégia da transparência obrigatória de informações relevantes para lidar com as RPTs. No aspecto quantitativo, o trabalho constatou que as RPTs são significativas e realizadas com frequência pelas empresas listadas brasileiras. Em média, cada empresa da amostra reportou ter realizado 6,4 RPTs no período. Em relação ao tipo de RPTs, observou-se uma predominância de transações operacionais (envolvendo a prestação de serviços técnicos, aluguel de bens, compra ou venda de insumos etc.), com 60% das companhias da amostra reportando operações desse tipo. Em relação aos montantes envolvidos, as RPTs se mostraram substanciais, representando 4,5% da receita operacional líquida, 3,0% dos ativos e 1,8% do valor de mercado da empresa intermediária da amostra. Na associação entre RPTs e qualidade da governança,

os autores constataram uma relação negativa, indicando que as empresas com mecanismos de governança mais deficientes lançam mão de mais operações dessa natureza. Por fim, o trabalho observou ainda uma relação negativa entre RPTs e valor das empresas, indicando que as empresas que lançam mão de mais RPTs recebem um desconto no seu valor de mercado. Como exemplo, enquanto as empresas com alta proporção de RPTs em relação ao seu ativo total apresentaram um múltiplo preço da ação sobre valor patrimonial (PBV) médio de 2,19, as empresas com baixa proporção de RPTs em relação ao seu ativo total apresentaram um PBV médio de 3,43. No geral, o trabalho corroborou a hipótese de que as RPTs sinalizam a existência de maiores conflitos de interesses nas organizações.

QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

- 1) Você acredita que o ambiente institucional, incluindo a proteção aos investidores, pode afetar a estrutura de propriedade e o grau de desenvolvimento dos mercados de capitais? Como?
- 2) Qual a sua avaliação sobre a teoria da origem dos sistemas jurídicos como preditor da concentração acionária das companhias formulada por La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998, 1999)? Quais são os aspectos positivos e potenciais erros ou lacunas dessa teoria?
- 3) O que é listagem dupla ou *cross listing*? Quais são os motivos que levam as companhias a realizar a listagem dupla e como a hipótese de comprometimento (*bonding hypothesis*) se insere entre esses motivos?
- 4) Quais são os potenciais benefícios e custos para as companhias da listagem dupla? Você acredita que o Novo Mercado da BM&F Bovespa se tornou um substituto da necessidade de *cross listing* para as empresas brasileiras?
- 5) Quais foram os impactos positivos e negativos da SOX para as companhias individualmente? A seu ver, a Lei tem agregado ou destruído valor das companhias?
- 6) Do seu ponto de vista, a SOX alterou a competitividade do mercado acionário norte-americano em relação aos mercados internacionais? De que forma?
- 7) O que são transações com partes relacionadas e qual a importância do tema para a governança corporativa?

- 8) Como as transações com partes relacionadas podem se manifestar no cotidiano das companhias? Quais são suas principais modalidades?
- 9) Em sua opinião, como as companhias deveriam lidar com suas transações com partes relacionadas? Qual deveria ser o comportamento dos personagens diretamente envolvidos com os resultados das operações durante sua deliberação pela companhia (tais como representantes de acionistas controladores em uma decisão de venda de um ativo de sua propriedade para a companhia)?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARMOUR, John; DEAKIN, Simon F.; SARKAR, Prabirjit; SIEMS, Mathias M.; SINGH, Ajit. (2008). “Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis”. *ECGI – Law Working Paper N° 108/2008*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1094355>.

ARMOUR, John; DEAKIN, Simon F.; LELE, Priya P.; SIEMS, Mathias M. (2009). “How Do Legal Rules Evolve? Evidence from a Cross-Country Comparison of Shareholder, Creditor and Worker Protection”. *European Corporate Governance Institute - Working Paper n° 129/2009*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1431008>.

BAEK, J. S.; KANG, J. K.; LEE, I. “Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols”. *Journal of Finance*, v. 61, n. 5, pp. 2415-2449, 2006.

COFFEE, John. “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications”. *Northwestern University Law Review*, v. 93. Northwestern University School of Law, 1999.

DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. (2005). “*The Law and Economics of Self-Dealing*”. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=864645>.

DOIDGE, Craig; KAROLYI, George A.; STULZ, René M. (2003) “Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?”. *Journal of Financial Economics*, v. 71, n. 2, pp. 205-238, 2003.

DOIDGE, Craig; KAROLYI, George A.; STULZ, Rene M. (2007). "Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time". *ECGI – Finance Working Paper Nº 173/2007*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=982193>.

DOIDGE, Craig; KAROLYI, George A.; LINS, Karl V.; MILLER, Darius P.; STULZ, René M. "Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-Listing Decision". *Journal of Finance*, v. 64, n. 1, pp. 425-466, 2009.

GORDON, E.; HENRY, E.; PALIA, D. (2005). "Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value". *EFA 2004 Maastricht Paper n. 4377*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=558983>.

JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. "Tunneling". *American Economic Review*, v. 40, pp. 22-27, 2000.

KIRCHMAIER, T.; GRANT, J. (2008). "Financial Tunnelling and the Mandatory Bid Rule". *FMG Discussion Paper nº 536*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=613945>.

KRAAKMAN, R.; DAVIES, P.; HANSMAN, H.; HERTIG, G.; HOPT, K.; KANDA, H.; ROCK, E. *The Anatomy of Corporate Law*. 1ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2004.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. "Law and finance". *Journal of Political Economy*, v. 106, pp. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. "Corporate ownership around the world". *Journal of Finance*, v. 54, pp. 471-517, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; ZAMARRIPA, G. "Related Lending". *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 231-267, 2003.

LITVAK, Kate. "The Effect of Sarbanes-Oxley Act on Non-US Companies Cross-Listed in the US". *Journal of Corporate Finance*, v. 13, pp. 195-228, 2007.

LORD & BERNOIT REPORT. (2006). "Do the Benefits of 404 Exceed the Cost?". Disponível em: http://en.wikipedia.org/wiki/Sarbanes-Oxley_Act.

INSTITUTE OF INTERNAL AUDITORS. *Sarbanes-Oxley Section 404 Work – Looking at the Benefits*. Altamonte Springs: The IIA Research Foundation, 2005.

PIOTROSKI, Joseph D.; SRINIVASAN, Suraj. (2008) “Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings”. *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper N° 11*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=956987>.

REESE, William; WEISBACH, Michael. “Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the U.S., and subsequent equity offerings”. *Journal of Financial Economics*, v. 66, n. 1, pp. 66-105, 2002.

ROE, Mark J. (2006). “Legal Origins and Modern Stock Markets”. *Harvard Law Review*, v. 120, pp. 462-527. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=908972>.

SIEMS, Mathias M. (2008). “What Does Not Work in Comparing Securities Laws: A Critique on La Porta et al.’s Methodology.” *International Company and Commercial Law Review*, pp. 300-305, 2005; CPC-RPS N° 0009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=608644>.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; PRADO, Viviane Muller; SASSO, Rafael de Campos. (2008). “Related Party Transactions: Legal Strategies and Associations with Corporate Governance and Firm Value in Brazil”. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1307738>.

SKAIFE, Hollis Ashbaugh; COLLINS, Daniel; KINNEY, William; LAFOND, Ryan. “The Effect of SOX Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Equity Capital”. *Journal of Accounting Research*, v. 47, pp. 1-43, 2009.

SPAMANN, Holger. (2008). “Law and Finance Revisited”. Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper N° 12. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1095526>.

STULZ, René M. (1999). “Globalization of equity markets and the cost of capital”. Working Paper prepared for the SBF/NYSE Conference on Global Equity Markets.

ZHANG, Ivy. (2007). “Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002”. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=961964>.

¹ Os trabalhos de La Porta *et al.* (1998, 1999) foram alvo não apenas de elogios, mas também de muitas críticas no meio acadêmico. Alguns trabalhos, como os de SPAMANN (2008), SIEMS (2008) e ARMOUR *et al.* (2008, 2009), questionam a qualidade da metodologia empregada pelos autores, as métricas relativas à proteção aos acionistas e credores utilizadas, e a omissão de outras variáveis relevantes, entre outros aspectos. De acordo com esses trabalhos, os resultados seminais encontrados poderiam ser substancialmente diferentes caso metodologias, variáveis e modelos fossem corrigidos. Outros trabalhos questionam a proposta de que a “origem legal” dos países é o fator determinante para o desenvolvimento dos mercados e estrutura de governança das companhias. Entre estes, destaca-se a abordagem de ROE (2006), que aponta a evolução do processo político nos diferentes países como o principal fator explicativo do desenvolvimento dos mercados e estrutura de propriedade das companhias.

² La Porta *et al.* (1998, p. 1117).

³ É importante ressaltar que o termo “investidores” inclui todos os fornecedores de capital, notadamente acionistas e credores.

⁴ De forma literal, as expressão *common law* significa direito comum. De acordo com o Web site *Wikipedia* (http://pt.wikipedia.org/wiki/Common_law), é o direito que se desenvolveu em certos países por meio das decisões dos tribunais, e não mediante atos legislativos ou executivos. Como resultado, constitui um sistema ou família do direito diferente da família romano-germânica, que enfatiza os atos legislativos. Nos sistemas de *common law*, o Direito é criado ou aperfeiçoado pelos juízes: uma decisão a ser tomada num caso depende das decisões adotadas para casos anteriores e afeta o direito a ser aplicado a casos futuros. Nesse sistema, quando não existe um precedente, os juízes possuem a autoridade para criar o direito, estabelecendo um precedente. O conjunto de precedentes é chamado de *common law*, e em tese deveria vincular as decisões futuras. Na prática, os sistemas de *common law* são bem mais complexos. As decisões de um tribunal são vinculantes apenas numa jurisdição em particular e, mesmo dentro de certa jurisdição, alguns tribunais detêm mais poderes do que outros. O *common law* é a base dos sistemas jurídicos da Inglaterra e do País de Gales, Irlanda do Norte, Irlanda, do direito federal e estadual dos Estados Unidos (exceto Louisiana), do direito federal e provincial do Canadá (exceto Quebec), Austrália, Nova Zelândia, África do Sul, Índia, Malásia, Brunei, Paquistão, Cingapura, Hong Kong e muitos outros países, geralmente de língua inglesa ou membros da *Commonwealth* (exceto Malta e a Escócia). Como regra, todos os países que foram colonizados em algum momento pela Inglaterra ou pelo Reino Unido usam o *common law*, exceto os que já haviam sido colônias de outro império.

⁵ De forma literal, a expressão *civil law* significa direito civil. De acordo com o Web site *Wikipedia* (http://pt.wikipedia.org/wiki/Civil_law), o *civil law* recebe a denominação em português de sistema romano-germânico. Trata-se do sistema jurídico mais disseminado no mundo, sendo baseado no Direito romano. O *civil Law* foi sistematizado pelo fenômeno da codificação do Direito a partir do século XVIII. Pertencem à família romano-germânica os direitos de toda a América Latina, toda a Europa continental, quase toda a Ásia (exceto partes do Oriente Médio) e cerca de metade da África. Em diversos países de tradição romano-germânica, o Direito é organizado em códigos, cujos exemplos principais são os códigos civis francês e alemão. É, portanto, típico desse sistema o caráter escrito do Direito. Outra característica dos Direitos de tradição romano-germânica é a generalidade das normas jurídicas, que são aplicadas pelos juízes aos casos

concretos. Difere, portanto, do sistema jurídico anglo-saxão (*common law*), que infere normas gerais a partir de decisões judiciais proferidas a respeito de casos individuais. O Direito do Brasil integra o *civil law* ou a família romano-germânica.

⁶ Os autores chegaram ao mesmo resultado após vários testes de robustez no qual incluíram controles para os diferentes níveis de rendas *per capita* entre os países.

⁷ Medida pelo percentual de ações dos três maiores acionistas no trabalho.

⁸ La Porta *et al.* (1999b, p. 27) e La Porta *et al.* (2000b, p. 14).

⁹ Tecnicamente, tais empresas passaram a ter recibos de depósitos com lastro em suas ações negociados em bolsas de valores no exterior. No caso do mercado norte-americano, o mais acessado pelas companhias brasileiras interessadas na listagem dupla, tais recibos recebem a denominação de ADRs – *American Depositary Receipts*. Esses papéis correspondem a recibos de ações de companhias não sediadas nos Estados Unidos, emitidos por um banco e custodiado em banco norte-americano. Logo, são os ADRs (e não as ações originais do país de origem) que passam a ser negociadas no mercado norte-americano. Existem cinco principais programas de ADRs: três registrados na SEC (Comissão de Valor Mobiliários norte-americana): ADRs Níveis 1, 2 e 3; e dois não registrados na SEC: 144-A e Regulação S. Os programas de ADRs 2 e 3 são os principais, proporcionando à companhia negociação no mercado de bolsa e maior liquidez. Em contrapartida, são os mais complicados, exigindo das companhias a adesão às regras da Lei Sarbanes-Oxley, entre outras demandas.

¹⁰ Não há uma tradução literal adequada para a expressão “*bonding*”, que deve ser entendida como os custos ou passivos que um agente ou empreendedor incorre de forma a assegurar aos investidores que ele irá se comportar conforme prometido.

¹¹ Existem outras teorias para explicar os motivos que levam as empresas a listarem suas ações no exterior. Uma das primeiras, por exemplo, apontava para os ganhos decorrentes da otimização de carteiras. Sob essa abordagem, ações negociadas em mercados que não os de origem das empresas emissoras trariam benefícios aos investidores por apresentarem, em média, maior potencial de diversificação que as ações de empresas do país. Outras abordagens enfatizam o possível aumento de liquidez das ações das empresas e o possível aumento de visibilidade internacional da companhia, facilitando o acesso a novos clientes. Tais teorias não são necessariamente excludentes, podendo ser adicionadas à hipótese de comprometimento para o *cross-listing*.

¹² A Seção 2.4 do Capítulo 2 apresenta e discute o conceito de “benefícios privados do controle”.

¹³ Já que apenas recursos gerados internamente pela companhia seriam insuficientes para os investimentos necessários nesta situação.

¹⁴ Do ponto de vista do acionista controlador, a mensuração dos potenciais ganhos seria feita a partir da comparação entre uma fatia maior do que a justa nos resultados de uma empresa com lucros menores (em função dos benefícios privados do controle) *vs.* uma fatia justa dos resultados de uma empresa com lucros substancialmente maiores (em função da ausência de benefícios privados do controle e decorrente do empreendimento de novos projetos de investimento).

¹⁵ A sinalização ocorreria não só junto aos potenciais investidores, mas também junto aos atuais.

¹⁶ De acordo com Stulz (1999), os problemas advindos da assimetria de informações – isto é, do fato de os gestores serem mais bem informados que os investidores externos a respeito dos fluxos de caixa futuros da empresa – aliados ao conflito de agência, interagem de forma relevante na determinação da taxa de desconto cobrada pelos investidores. Assim, a migração de empresas oriundas de mercados em que as garantias ao direito de propriedade são fracas para mercados em que esse direito é mais respeitado levaria ao crescimento do valor da empresa pela simples

diminuição da taxa de desconto ou custo de capital. Stulz (1999) resume a questão do risco incorrido pelo investidor em cada situação ao afirmar que “em um fraco sistema legal, os gestores podem roubar os acionistas externos ao dia a dia da companhia. Se o sistema legal melhora, isso se torna mais difícil”.

¹⁷ Especificamente, os autores mostram que as empresas listadas nos Estados Unidos apresentavam múltiplo Q Tobin 16,5% maior do que seus pares locais, e seu valor de mercado chegava a ser 37% maior do que empresas comparáveis que não haviam optado pelo *cross-listing*.

¹⁸ Além dos custos para a listagem dupla, deve-se também levar em consideração a questão da liquidez das ações. Empresas menores dificilmente teriam condições de ter liquidez diária em dois mercados distintos, o que reduziria seu interesse pela listagem em bolsa de outros países.

¹⁹ Comissão de Valores Mobiliários.

²⁰ Ao final de 2009, as companhias brasileiras com ADRs nível 2 ou 3 eram: Ambev; Aracruz Celulose; Banco Bradesco; Brasil Telecom Participações; Brasil Telecom; Braskem; Cemig; Copel; Contax; Cosan; CPFL Energia; CSN; Eletrobrás; Embraer; Gafisa; Gerdau S.A.; Gol Linhas Aéreas; Itaú Unibanco Holding; Net; Pão de Açúcar; Perdigão; Petrobras; Sabesp; Sadia; Tam; Telebrás; Tele Norte Leste Participações; Telesp; Telemig Celular Participações; Tim Participações; Ultrapar; Vivo Participações; Votorantim; e Vale.

²¹ O Capítulo 7 discute o surgimento e evolução do Novo Mercado no Brasil.

²² O nome Sarbanes-Oxley deriva de a Lei ter sido proposta inicialmente pelo senador democrata Paul Sarbanes e pelo deputado republicano Michel G. Oxley. O título original da Lei é “*Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*”.

²³ No original: “*an Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes*”. Tendo em vista seu objetivo primordial de aumentar a precisão dos números divulgados pelas empresas, fica claro que a SOX não teve como objetivo aprimorar outros mecanismos de governança fundamentais, como o sistema de incentivo dos executivos e a composição dos conselhos de administração, por exemplo.

²⁴ A Lei também implicou em novas exigências para as subsidiárias brasileiras de empresas listadas nos Estados Unidos, tais como companhias multinacionais norte-americanas e europeias. Como resultado, subsidiárias brasileiras de empresas como Siemens, Nestlé, Volkswagen, GE etc. também tiveram de passar por ajustes nos seus controles internos em função da aprovação da Sarbanes-Oxley.

²⁵ A Lei também criou uma agência denominada PCAOB (*Public Company Accounting Oversight Board*) destinada a supervisionar, regular, inspecionar e disciplinar os trabalhos das firmas de auditoria independente.

²⁶ Os relatórios 20-F são o título dos relatórios anuais emitidos pelas companhias estrangeiras com ADRs negociados no mercado norte-americano.

²⁷ Do original “*internal controls and procedures*”.

²⁸ Como exemplo, a SOX determinou penas maiores para crimes relativos à alteração de documentos, obstrução da justiça e fraude: i) para crime de destruição ou alteração de arquivos em investigações, a Lei prevê reclusão de até 20 anos e multa; ii) para destruição de arquivos auditados antes do prazo de sete anos, a Lei prevê reclusão de até dez anos e multa; iii) para emissão fraudulenta de valores mobiliários, a Lei prevê reclusão de até 25 anos e multa. Adicionalmente, a SOX prevê ainda a proibição de qualquer retaliação aos funcionários que auxiliarem nas investigações.

²⁹ Do original “*internal controls over financial reporting*”.

³⁰ Para as companhias brasileiras, a SEC permitiu a utilização de um conselho fiscal adaptado como substituto ao Comitê de Auditoria exigido para as companhias norte-americanas. No final de 2009, cerca de metade das 34 companhias brasileiras com programas de ADRs 2 e 3 haviam optado pelo conselho fiscal adaptado em vez da constituição de um Comitê de Auditoria. O conselho fiscal adaptado tem sido denominado pelo mercado como conselho fiscal “turbinado”.

³¹ De acordo com a SOX, um conselheiro independente não pode: aceitar qualquer serviço de consultoria ou outra remuneração paga pela Companhia que não a remuneração oriunda das suas atividades como conselheiro e ser uma pessoa “afiliada” da Companhia ou de alguma das suas subsidiárias. Segundo a Lei de Investimentos da Companhia de 1940, uma pessoa afiliada de outra companhia é uma pessoa que, direta ou indiretamente, possui, controla ou tem poder de voto de mais de 5% das ações com direito a voto da Companhia; uma pessoa que controla ou é controlada, direta ou indiretamente, pela Companhia; e um executivo, parceiro ou empregado da Companhia.

³² De acordo com a SEC, um especialista em finanças é a pessoa que possui os seguintes atributos: entendimento das demonstrações financeiras e dos princípios contábeis geralmente aceitos; capacidade de avaliar a aplicação dos princípios contábeis em conjunto com as estimativas de resultado, reservas etc.; experiência em preparar, auditar, analisar e avaliar demonstrações financeiras com um nível de amplitude e complexidade característicos de grandes organizações; entendimento dos controles internos e procedimentos para divulgação de informações; e entendimento das funções do comitê de auditoria. Adicionalmente, a pessoa deve ter a seguinte formação: educação e experiência como CFO, CAO, *controller*, contador público ou auditor, ou experiência em posições similares; experiência de supervisão ativa de CFOs, CAOs, *controllers*, auditores ou posições similares; ou experiência na avaliação de desempenho de companhias em relação à preparação, auditoria e avaliação das demonstrações financeiras.

³³ No original, “*material weakness*”.

³⁴ De acordo com a SEC, os “controles internos relativos às demonstrações financeiras” (*internal control over financial reporting*) são definidos como: um processo desenhado por ou sob a supervisão do CEO e do CFO e efetivado pelo conselho de administração, diretoria ou outro órgão da administração para prover segurança razoável, em relação à confiabilidade dos relatórios financeiros e à preparação das demonstrações financeiras para fins externos, de acordo com os princípios de contabilidade geralmente aceitos, incluindo políticas e procedimentos: i) de manutenção de documentos que reflitam as transações e disposições de ativos da companhia; ii) que assegurem de forma razoável que as transações são registradas de forma a permitir a elaboração das demonstrações financeiras de acordo com os princípios geralmente aceitos em contabilidade, as despesas e receitas da companhia são autorizadas pela diretoria e conselho de administração da companhia; iii) que assegurem de forma razoável a detecção e prevenção, em tempo hábil, de aquisição, disposição ou uso de ativos de forma não autorizada, que possam ter um impacto adverso relevante nas demonstrações financeiras.

³⁵ O investimento excessivo em controles internos poderia inclusive ser visto como um custo de agência, já que muitos executivos podem ter agido de maneira excessivamente conservadora (eventualmente em detrimento do desempenho da companhia) visando evitar quaisquer problemas nas demonstrações financeiras que pudessem ter consequências negativas para suas carreiras.

³⁶ No original, “*material weakness can be defined as a deficiency, or a combination of deficiencies, in internal control over financial reporting such there is a reasonable possibility that a material misstatement of the registrant’s annual or interim financial statements will not be prevented or detected on a*

timely basis by the company's internal controls". Mais informações podem ser encontradas no Web site <http://www.sec.gov/rules/final/2007/33-8809.pdf>

³⁷ De acordo com a SEC, uma deficiência significativa é uma "deficiência, ou combinação de deficiências, nos controles internos relativos às demonstrações financeiras, que é menos severa do que uma deficiência material, porém importante o suficiente para merecer atenção pelos responsáveis pela supervisão dos relatórios financeiros da companhia". Mais informações podem ser encontradas no Web site <http://www.sec.gov/rules/final/2007/33-8829.pdf>

³⁸ Várias pesquisas acadêmicas foram conduzidas visando avaliar o "impacto líquido" da SOX sobre o valor e desempenho operacional das companhias. Entretanto, dada a dificuldade de isolar o impacto da SOX de outras variáveis relevantes para o valor e desempenho das empresas, o resultado geral ainda é inconclusivo.

³⁹ Ou que corrigiam as deficiências materiais em tempo hábil.

⁴⁰ Do original *Chief Audit Executives*.

⁴¹ Mais informações sobre a pesquisa em <http://fei.mediaroom.com/index.php?s=43&item=204>

⁴² Outro resultado relevante do estudo de Litvak (2007) é que o efeito da SOX sobre empresas estrangeiras é diferente em função de aspectos como localização geográfica da companhia, nível prévio de *disclosure* e oportunidades de investimento. Especificamente, o estudo constata que empresas localizadas em ambientes com frágil proteção ao investidor e com pior nível de *disclosure* antes da Lei tendem a ganhar mais com a legislação, ao passo que empresas previamente mais transparentes e com maiores oportunidades de investimento tendem a sofrer prejuízos maiores em decorrência da Lei.

⁴³ As recomendações de governança corporativa para listagem no mercado londrino estão presentes em um código de governança denominado "*Combined Code*". Entretanto, tal código serve apenas como referência para as companhias, sem obrigatoriedade de cumprimento de seus itens. De forma resumida, as empresas devem apenas identificar anualmente quais práticas de governança do código elas cumprem e deixam de cumprir, apresentando uma explicação resumida em caso de descumprimento. Trata-se do princípio do "pratique ou explique" (*comply or explain*) apresentado em mais detalhes no Capítulo 8.

⁴⁴ Este texto deriva do artigo de Silveira, Prado e Sasso (2008). A versão integral do trabalho pode ser obtida junto no Web site <http://ssrn.com/abstract=1307738>

⁴⁵ A expressão "transações com partes relacionadas" reflete a nomenclatura internacional *related party transactions* (RPTs), ou *self-dealing transactions*, para operações desse tipo. Essa expressão também é utilizada na disciplina contábil brasileira e nos normativos da CVM. Em Deliberação da CVM (n. 560/08), especificou-se o significado de partes relacionadas da seguinte forma: "Parte relacionada é a parte que está relacionada com a entidade: (a) direta ou indiretamente por meio de um ou mais intermediários, quando a parte: (i) controlar, for controlada por ou estiver sob o controle comum da entidade (isso inclui controladoras ou controladas); (ii) tiver interesse na entidade que lhe confira influência significativa sobre a entidade; ou (iii) tiver controle conjunto sobre a entidade; (b) se for coligada da entidade; (c) se for *joint venture* (empreendimento conjunto) em que a entidade seja um investidor; (d) se for membro do pessoal-chave da administração da entidade ou de sua controladora; (e) se for membro próximo da família ou de qualquer pessoa referido nas alíneas (a) ou (d); (f) se for entidade controlada, controlada em conjunto ou significativamente influenciada por, ou em que o poder de voto significativo nessa entidade reside em, direta ou indiretamente, qualquer pessoa referida nas alíneas (d) ou (e); ou (g) se for plano de benefícios pós-emprego para benefício dos empregados da entidade, ou de qualquer entidade

que seja parte relacionada dessa entidade”. A Deliberação ainda menciona que tais elementos não são exaustivos. Assim, entende-se “partes relacionadas” como administradores, acionistas controladores, sociedades controladas e sociedades sob controle comum, sócios em *joint ventures* e membros da família do controlador e dos administradores.

⁴⁶Uma possibilidade seria a simples proibição de todas as RPTs. Entretanto, isso geralmente não é razoável por dois motivos. Primeiro, é possível que a única contraparte possível para uma determinada operação seja uma parte relacionada, como uma empresa pertencente ao conglomerado empresarial da qual a companhia faz parte. Segundo, alguns autores argumentam que as RPTs podem ser operações comerciais eficientes, quando comparadas à contratação via mercado. Gordon *et al.* (2004) aventam esse caso, intitulado pelos autores de hipótese de transações eficientes. Exemplo disso seria o contrato entre empresas sob o mesmo controle sem exigência de garantias para sua execução, bem como a inexistência de assimetria de informações entre os contratantes e do risco da quebra do contrato.

CAPÍTULO 5

IMPACTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O VALOR DAS EMPRESAS: O QUE OS ESTUDOS NOS DIZEM?

Conceitos apresentados neste capítulo

- A complexa relação entre governança corporativa e desempenho;
- Principais estudos no exterior;
- Principais estudos no Brasil;
- Impactos da governança corporativa: uma questão encerrada?
- Apêndice 5.1: Cuidados metodológicos nas pesquisas em governança corporativa;
- Apêndice 5.2: Gerações das pesquisas em governança corporativa ;
- Apêndice 5.3: A relação entre governança corporativa e competição no mercado de produtos: mecanismos para maior eficiência empresarial e geração de valor.

Toda discussão sobre governança corporativa parte da hipótese de que o tema pode afetar o desempenho¹ das companhias. Por um lado, presume-se que a adoção de práticas recomendadas por agentes de mercado impacta positivamente o desempenho empresarial, via tomada de melhores decisões de negócio, controles mais adequados e/ou diminuição no custo de capital. No outro extremo, argumenta-se que companhias com más práticas de governança estão sujeitas a maiores custos decorrentes dos inerentes conflitos de interesse e vieses na alta gestão, acarretando em última instância na destruição do seu patrimônio empresarial.

Independentemente da ótica de análise, uma questão concentra a atenção de acadêmicos, investidores e executivos: qual é o real valor da adoção das chamadas “melhores práticas de governança”? De forma mais simples, a governança corporativa cria valor? Há duas respostas a essa questão: via estudos de caso específicos ou por meio da análise de dados de diversas empresas simultaneamente. Enquanto o primeiro tipo de análise possibilita um entendimento mais profundo de como os problemas de governança se desenvolvem nas organizações (permitindo, por exemplo, a identificação de sinais de alerta), o segundo possibilita a obtenção de resultados mais generalizáveis para todo o mercado. O Capítulo 12 aborda casos específicos, como os famosos casos Enron (2001) e Parmalat (2003), entre outros. Este capítulo, por sua vez, tem como objetivo apresentar os resultados dos principais estudos quantitativos e agregados que abordam a relação entre governança corporativa e valor.

5.1 A COMPLEXA RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO

Estimar o eventual impacto das práticas de governança sobre o desempenho operacional e valor das empresas não é tarefa fácil. Após centenas de trabalhos, ainda não há no mundo acadêmico consenso sobre como os mecanismos de governança (ex. conselho de administração, transparência, estrutura de propriedade etc.) afetam o desempenho corporativo.² O principal problema é simples: muitos fatores, além da qualidade de suas práticas de governança, podem ocasionar um desempenho diferenciado de determinada companhia.

Logo, embora muitas vezes seja fácil constatar uma relação positiva entre certas práticas de governança e melhor desempenho operacional ou valor de mercado, isso não significa necessariamente que o resultado superior de uma companhia seja consequência direta de suas práticas de governança. É a diferença entre correlação e causalidade: melhores práticas de governança podem simplesmente ter uma correlação positiva com melhor desempenho devido a

outros fatores (como tamanho da empresa, poder de mercado etc.), sem que um necessariamente impacte o outro. Trata-se de uma questão muito difícil do ponto de vista econométrico,³ que as pesquisas em todo mundo tentam até hoje superar. O Apêndice 5.1 resume os principais cuidados metodológicos que os estudiosos da relação entre governança e desempenho devem tomar a fim de evitar inferências incorretas.

Nas próximas seções, são apresentados os resultados dos principais estudos no Brasil e exterior que investigaram a relação entre qualidade da governança e desempenho/valor das empresas. Tendo em vista as centenas de trabalhos realizados, optou-se por dar preferência aos mais recentes. Além de geralmente mais corretos do ponto de vista econométrico,⁴ tais estudos passaram a avaliar a qualidade das práticas de governança de forma mais integrada, diferentemente dos primeiros estudos empíricos, que geralmente analisavam apenas alguns mecanismos de governança de forma isolada. O Apêndice 5.2 descreve a evolução das gerações de estudos em governança, com exemplos de alguns dos principais estudos pioneiros.

5.2 PRINCIPAIS ESTUDOS NO EXTERIOR

Desde o início da década de 2000, proliferaram pesquisas em todo o mundo visando investigar o impacto de medidas amplas de qualidade da governança empresarial sobre o desempenho e valor das empresas. Praticamente todos se baseiam na construção de índices que procuram capturar em uma única medida a “qualidade” da governança de uma determinada companhia, com base no seu grau de adesão às chamadas “melhores práticas de governança”. Tais índices de governança possuem sérias limitações, tendo em vista os potenciais problemas na sua construção e a dificuldade de aferir externamente quanto bem uma companhia é de fato governada. Por outro lado, podem ser consideradas medidas ao menos parciais da adesão da empresa às recomendações do mercado.

Klapper e Love (2004) realizaram um dos primeiros estudos com essa abordagem. As autoras avaliaram a diferença na qualidade da governança de 495 empresas de 25 países emergentes utilizando como base um índice criado pelo banco *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA).⁵ Após diversos testes econométricos, encontraram uma alta relação positiva entre qualidade da governança, valor de mercado e desempenho operacional das empresas. Seus resultados sugerem que as empresas podem compensar, ao menos parcialmente, a localização em ambientes de frágil proteção legal por meio da adoção de melhores práticas de governança.

Durnev e Kim (2005) analisam como determinados atributos corporativos influenciam a escolha das práticas de governança. Os autores desenvolveram um

modelo teórico que resulta em três previsões: i) as oportunidades de crescimento, a necessidade de financiamento externo e a concentração da propriedade devem ser os três principais fatores que levam as empresas a adotar melhores práticas de governança; ii) as empresas com melhores práticas de governança devem ser mais valorizadas pelo mercado; e iii) o potencial de ganho em função da adoção de melhores práticas deve ser maior para companhias situadas em países com fraca proteção aos investidores. Na sequência, os autores realizaram testes empíricos com 859 empresas de 27 países, obtendo evidências que corroboram todas as previsões de seu modelo.⁶

Black, Jang e Kim (2005) apresentam evidências de que a governança corporativa é um fator fundamental para um maior valor de mercado na Coreia do Sul. Os autores aplicaram a 515 companhias do país um índice de governança abrangente composto por 38 questões.⁷ Na sequência, após utilizarem diferentes técnicas econométricas, obtiveram evidências de que uma mudança das práticas de governança do pior para o melhor nível da amostra acarretaria uma valorização de cerca de 160% das ações.

O Banco de Investimentos Goldman Sachs JBWere (2006) avaliou a relação entre *ratings* de governança⁸ e o desempenho de diversas carteiras de ações na Austrália de 2001 a 2006, chegando a três conclusões principais: i) montar uma estratégia de investimentos com uma posição “comprada” em empresas com os maiores *ratings* de governança e uma posição “vendida” em empresas com os piores *ratings* geraria retornos extras significativos, 10,9% superior ao retorno médio do mercado; ii) as empresas com maiores *ratings* de governança geram mais surpresas positivas em relação aos lucros esperados do período, enquanto as empresas com piores *ratings* geram mais surpresas negativas; e iii) a utilização de um filtro de governança visando eliminar as empresas com piores *ratings* de uma carteira de investimentos hipotética resultaria em carteiras melhores, com maiores retornos e menor risco aos investidores. Como conclusão geral, os resultados mostram que as estratégias de investimento podem ser aprimoradas pela utilização de critérios de governança de forma estruturada e quantitativa.

Diversos outros estudos corroboraram a ideia de uma forte relação entre melhores práticas de governança e maior valor de mercado das empresas em diferentes mercados, tais como: o trabalho de Bai et al. (2003) com 1.004 empresas no mercado chinês, indicando que os investidores pagam um prêmio significativo – da ordem de 26% – por companhias bem governadas na China; a pesquisa de Brown e Caylor (2004) com 2.327 empresas no mercado norte-americano, indicando que as empresas com maiores níveis de governança⁹ são mais rentáveis, mais valiosas e pagadoras de maiores dividendos; e o trabalho de Beiner et al. (2004) com 109 empresas suíças, indicando uma relação positiva entre qualidade da governança e valor de mercado das empresas daquele país.

5.3 PRINCIPAIS ESTUDOS NO BRASIL

No Brasil, duas pesquisas pioneiras utilizando índices de governança se destacam. Leal e Carvalho-da-Silva (2007) desenvolveram um índice de práticas de governança denominado CGI com 24 questões e o aplicaram a um painel de 131 empresas entre 1998-2002. Como principais resultados, identificaram uma relação positiva significativa entre governança e valor no Brasil, robusta a diversas especificações econométricas. Especificamente, os autores observaram que um aumento do CGI do pior para o melhor nível acarretaria um aumento de 95% do valor das companhias de sua amostra. Ademais, também constataram que as empresas brasileiras obtêm notas melhores na dimensão *disclosure* do que nas outras dimensões de governança. Silveira, Barros e Famá (2006), por sua vez, construíram outro índice de governança, composto por 20 questões binárias e objetivas. Os autores calcularam as pontuações de governança de 154 empresas em 2002. Como principal resultado, observaram uma forte influência positiva da qualidade da governança sobre o valor de mercado das empresas, robusta a diversas especificações. Particularmente, constataram que uma mudança na qualidade da governança do pior para o melhor nível da amostra resultaria em um aumento da capitalização de mercado da empresa em questão de 85% a 100%. Ambas as pesquisas, portanto, chegaram a resultados gerais similares: i) a qualidade média da governança das empresas brasileiras ainda é insatisfatória; ii) existe uma relação positiva entre a qualidade da governança e o valor de mercado e rentabilidade das companhias.

Dois outros estudos com diferentes metodologias também merecem destaque. Carvalho e Pennacchi (2005) analisaram pioneiramente o impacto da migração de 35 empresas para os segmentos diferenciados de listagem da Bovespa entre 2001 e 2003.¹⁰ Como principais resultados, observaram um retorno anormal acumulado positivo das ações durante o período ao redor do anúncio da migração, particularmente dos dois dias anteriores aos dois dias posteriores ao anúncio. Observaram ainda que o benefício se mostrou superior para as ações sem direito a voto, reduzindo, conseqüentemente, o prêmio pelo controle. Por fim, constataram que a migração aumenta o volume de negócios e a liquidez dos papéis, corroborando a ideia de diminuição na assimetria informacional.

Já Silveira e Dias Junior (2010) investigaram a relação entre governança e valor por um caminho oposto, analisando o impacto de 24 anúncios de problemas de governança em determinadas companhias (particularmente de problemas associados a decisões tomadas por acionistas controladores questionadas publicamente pelos minoritários). Como principal resultado, constataram uma destruição de valor da ordem de 12% nos quinze dias ao redor do anúncio público de tais pro-

blemas de governança. Do ponto de vista econômico, as companhias da amostra perderam entre US\$ 325 e US\$ 497 milhões em média, reforçando a necessidade de adoção de boas práticas pelas empresas a fim de evitar destruição de valor para seus acionistas.

■ 5.4 IMPACTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA QUESTÃO ENCERRADA?

Após a publicação de várias pesquisas indicando um impacto positivo das práticas de governança sobre o valor das empresas em diferentes mercados, esperar-se-ia que a questão do “real valor” das práticas de governança estivesse relativamente encerrada no âmbito acadêmico, com a existência de um consenso entre os pesquisadores. Isso, entretanto, não é verdade. Diversos estudos recentes têm lançado dúvidas sobre os resultados das pesquisas anteriores, bem como sobre a validade dos índices de governança.

Wintoki et al. (2008), por exemplo, argumentam que as pesquisas anteriores não empregaram métodos econométricos adequados para lidar com a questão da endogeneidade da governança corporativa.¹¹ Para corroborar seus argumentos, os autores analisam a relação entre estrutura dos conselhos de administração de mais de 6.000 companhias norte-americanas no período de 1991 a 2003 empregando as mesmas técnicas dos estudos anteriores¹² e técnicas econométricas mais recentes, consideradas mais corretas. Ao empregar o procedimento de Efeitos Fixos (um procedimento comumente empregado previamente), chegaram exatamente aos mesmos resultados das pesquisas anteriores. Entretanto, ao empregar uma técnica econométrica mais recente e correta (método generalizados dos momentos sistêmico e dinâmico), a relação entre estrutura do conselho de administração e desempenho das empresas desaparece, lançando dúvidas sobre os resultados obtidos nas pesquisas anteriores. Com base nessa análise, Wintoki et al. (2008) lançam uma nova hipótese: de que as empresas adotariam práticas de governança ótimas em função de suas circunstâncias e que, portanto, a adoção de todas as práticas de governança recomendadas não geraria necessariamente um maior valor para todas as empresas. Em outras palavras, as práticas de governança seriam muito mais consequência do histórico e estágio de vida das companhias do que causadoras de um desempenho superior.

Em outro trabalho crítico da relação entre índices de governança e desempenho corporativo, Bhagat et al. (2007) descrevem diversos problemas metodológicos na construção de índices de governança, bem como na associação de tais índices com o desempenho ou valor das empresas. Como resultado principal,

concluem que não há uma relação consistente entre índices de governança e medidas de desempenho empresarial, e que não há uma medida “ótima” de governança corporativa, sendo as práticas de governança mais adequadas uma função do contexto e das circunstâncias específicas de cada empresa. Os autores criticam ainda a utilização de índices de governança como parâmetro para formação de carteiras de investimento, recomendando cautela aos investidores na avaliação da qualidade das empresas em função de uma medida específica de governança.

Em resumo, o efeito da governança corporativa sobre o desempenho e valor das empresas, algo dado como certo pela enorme maioria dos praticantes de mercado, ainda está longe do consenso entre os pesquisadores da área.

■ APÊNDICE 5.1: CUIDADOS METODOLÓGICOS NAS PESQUISAS EM GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os estudos empíricos sobre governança corporativa estão sujeitos a muitos problemas econométricos que devem ser levados em consideração por pesquisadores, analistas e investidores em suas análises, de forma a evitar interpretações inadequadas dos dados. Börsch-Supan e Köke (2002) apontam quatro categorias de problemas a serem resolvidos para a extração de inferências corretas acerca do impacto da governança sobre o desempenho ou valor das empresas:

- Causalidade reversa e endogeneidade: ocorre principalmente quando algumas variáveis são assumidas como exógenas quando, na realidade, são variáveis endógenas;
- Variáveis ausentes: ocorre principalmente quando variáveis relevantes são omitidas;
- Viés de seleção da amostra: ocorre quando as amostras não são selecionadas aleatoriamente;
- Erro de mensuração nas variáveis: ocorre quando as variáveis são mensuradas com grande erro.

Causalidade reversa e endogeneidade

O objetivo fundamental dos estudos sobre governança é avaliar como determinados mecanismos, como estrutura do conselho, estrutura de propriedade ou qua-

lidade da governança afetam o desempenho das empresas. Geralmente esses estudos utilizam as variáveis de governança como variáveis explanatórias ou independentes, e as de desempenho como dependentes. Entretanto, esse tipo de modelagem pressupõe implicitamente que as variáveis de governança são exógenas, quando na verdade podem ser endógenas. Como exemplos têm-se:

- Uma determinada estrutura do conselho de administração pode causar um pior desempenho empresarial, porém um determinado desempenho empresarial também pode causar uma alteração na estrutura do conselho;
- Uma estrutura acionária mais concentrada pode promover melhor desempenho empresarial, porém, um melhor desempenho também pode atrair investidores, alterando a concentração acionária da companhia;
- A adoção de boas práticas de governança corporativa pode causar um melhor desempenho empresarial, mas a empresa pode ter decidido adotar melhores práticas de governança (como maior transparência das suas informações) em função de um bom desempenho anterior.

Esses exemplos explicitam o fenômeno de causalidade reversa estrutural presente nos estudos de governança. De forma simples, confunde-se causa com efeito, tomando-se um pelo outro.

Outro tipo de endogeneidade, chamada de correlação espúria, ocorre quando uma variável não observável influencia simultaneamente as variáveis de governança e as de desempenho utilizadas. Um exemplo desse tipo de problema é citado por Himmelberg et al. (1999, p. 359): assumamos que existem duas empresas, A e B, e que a empresa A possui mais poder de mercado do que a empresa B. Se a competição no mercado de produtos tiver um efeito disciplinador sobre os gestores, então será necessário um maior monitoramento sobre os executivos da empresa A, sujeita a menor concorrência. Como consequência, os executivos da empresa A deveriam receber mais ações da companhia, de forma a alinhar seus interesses aos dos acionistas. Entretanto, devido ao seu maior poder de mercado, a empresa A obteria naturalmente maior margem de lucro do que a empresa B. Empiricamente, haveria uma correlação positiva entre percentual de ações em posse dos executivos e desempenho corporativo. Essa correlação refletiria uma correlação espúria entre estrutura de propriedade e desempenho corporativo, e não um relacionamento causal, haja vista que uma variável relevante (poder de mercado) não estaria sendo observada. O problema da correlação espúria é conhecido como falácia da causa comum, um problema que ocorre quando dois fatos estão relacionados entre si, nenhum deles é a causa do outro e ambos podem ser causados por um terceiro acontecimento.¹³

Poucas conclusões sobre os impactos da governança corporativa, portanto, podem ser extraídas sem levar em consideração o problema da endogeneidade.¹⁴

Variáveis ausentes (omitidas)

O problema de variáveis ausentes (omitidas) ocorre quando variáveis independentes relevantes não estão presentes no modelo estimado. Se isso ocorrer, os estimadores dos coeficientes podem ser enviesados. Börsch-Supan e Köke (2002) afirmam que o problema de variáveis omitidas ocorre basicamente por dois motivos: indisponibilidade de dados ou desconhecimento da forma funcional correta, levando à utilização de modelos lineares sem a presença de termos com ordens maiores na equação estimada.

Em relação à indisponibilidade de dados, tem-se o exemplo da competição no mercado de produtos, uma variável que, apesar de potencialmente relevante, raramente é utilizada nos estudos de governança corporativa. É possível, por exemplo, que a competição no mercado de produtos e a governança corporativa sejam substitutos parciais, isto é, que estruturas de governança ruins possam ser mitigadas por uma competição muito intensa no mercado de produtos. Assim, caso uma competição maior leve à maior dificuldade de obtenção de melhores resultados, a competição por si só já reduziria parte dos custos de agência, levando a uma necessidade menor de mecanismos de governança. Como resultado, um pesquisador desatento a essa questão poderia superestimar o impacto da governança sobre o desempenho da empresa, sendo esse desempenho superior decorrente na verdade de uma posição privilegiada no mercado.¹⁵ O Apêndice 5.3 comenta em mais detalhes a relação entre governança corporativa e competição.

Viés de seleção da amostra

A maioria dos estudos sobre governança analisa apenas as empresas grandes e, dentre elas, as listadas na bolsa de valores. Isso ocorre porque geralmente estas são as únicas com dados disponíveis. Segundo Börsch-Supan e Köke (2002), as companhias de maior porte e listadas provavelmente já são as mais rentáveis, induzindo ao viés de seleção da amostra quando se analisa a relação entre mecanismos de governança e desempenho. Caso a amostra não seja selecionada aleatoriamente, o impacto estimado da governança pode ser enviesado. Como exemplo, se a decisão de listar ações em bolsa depender do desempenho corporativo, a probabilidade de uma empresa estar na amostra já será enviesada de antemão.¹⁶ Dessa forma, o comportamento das empresas influencia a probabilidade de uma determinada

companhia fazer parte de uma análise sobre governança corporativa. Portanto, a decisão da empresa de fechar seu capital, listar suas ações em bolsa, sair do mercado ou se fundir com outra companhia pode influenciar sua probabilidade de estar na amostra. Como a decisão de sair do mercado pode ter uma forte correlação com falhas dos mecanismos de governança nessas empresas, deixa-se de analisar importantes informações.¹⁷

Erro de mensuração nas variáveis

O erro de mensuração ocorre quando as variáveis endógenas ou exógenas são mensuradas incorretamente. Como exemplo, todos esperam que os mecanismos de governança melhorem o desempenho corporativo. Entretanto, não há um consenso sobre como o desempenho empresarial deve ser medido. O desempenho, por exemplo, poderia ser calculado por múltiplos de valor de mercado, retorno acionário, medidas contábeis ou medidas de lucro econômico, entre outros indicadores.

Em paralelo, tem-se uma questão crítica e ainda aberta na literatura: como mensurar a qualidade da governança, algo que parece eminentemente qualitativo? O caminho utilizado em todo o mundo até o momento tem sido a criação de sistemas de pontuação (*ratings*) baseados na adesão da companhia às práticas recomendadas pelos principais códigos de governança. Esses sistemas, entretanto, estão obviamente sujeitos a sérios erros de mensuração.

A fim de amenizar os problemas causados pelo possível erro de mensuração das variáveis, devem ser utilizadas diferentes medidas alternativas de desempenho e de governança nas pesquisas. Uma eventual manutenção dos resultados a distintas especificações das variáveis indicaria então uma relação mais confiável entre governança e desempenho.

■ APÊNDICE 5.2: GERAÇÕES DAS PESQUISAS EM GOVERNANÇA CORPORATIVA

As pesquisas sobre governança vêm crescendo exponencialmente nos últimos anos. Os trabalhos na área podem ser resumidos em três grandes gerações de estudos, organizados conforme a Tabela A5.1.

GERAÇÃO	QUESTÕES-CHAVE	PRINCIPAIS RELAÇÕES ANALISADAS
1º	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Como um determinado mecanismo de governança influencia o desempenho das empresas? ▪ Esse mecanismo influencia as decisões corporativas? 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estrutura de propriedade (concentração e identidade dos acionistas), decisões corporativas e valor; ▪ Características do conselho de administração, desempenho e decisões corporativas; ▪ Sistemas de remuneração e desempenho; ▪ Aquisições hostis, provisões anti-takeover e valor.
2º	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Qual o impacto de diferentes sistemas legais sobre a estrutura e a eficácia da governança corporativa em diferentes países? 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sistema legal, proteção ao investidor, decisões corporativas e valor das empresas; ▪ Proteção ao investidor e desenvolvimento do mercado de capitais; ▪ Benefícios privados do controle e hipótese de comprometimento (<i>bonding hypothesis</i>).
3º	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Como medidas amplas de governança corporativa (que levam em conta de forma integrada os diferentes mecanismos) influenciam o desempenho das empresas? 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Índices de governança e valor das empresas; ▪ Efeitos de substituição ou complementaridade dos mecanismos de governança.

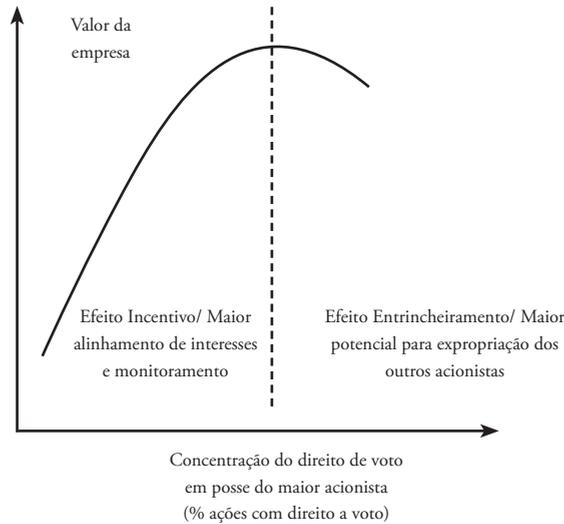
■ Tabela A5.1 – Gerações de pesquisas em governança corporativa.

Fonte: Adaptado de DENIS, Diane; McCONNELL, John. “International Corporate Governance”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, n. 1, pp. 1-36, 2003.

A primeira geração de pesquisas

A primeira geração de pesquisas em governança propunha-se a avaliar o impacto isolado de certos mecanismos isolados (como estrutura de propriedade, conselho de administração, sistema de incentivos etc.) sobre o desempenho corporativo e as decisões tomadas. Dentre os mecanismos de governança, a estrutura de propriedade foi o primeiro a ser sistematicamente investigado. Entre os trabalhos empíricos pioneiros dessa geração, destacam-se os de Stulz (1988) e Morck, Shleifer e Vishny (1988), que abordaram o *trade-off* entre o efeito-incentivo e o efeito-entrenchment.

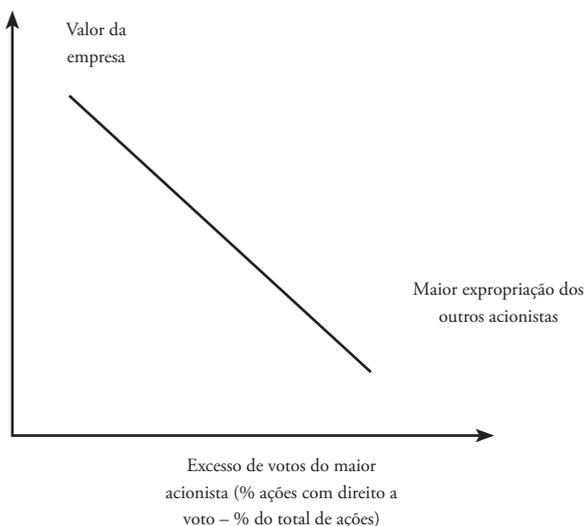
mento decorrente da posse de ações pelos executivos. Para os autores, uma maior concentração acionária possui um aspecto positivo (efeito-incentivo), na medida em que os acionistas relevantes possuem tanto o interesse quanto o poder para monitorar as ações dos gestores, pressionando-os a maximizar a riqueza dos acionistas. Entretanto, a concentração acionária também possui um aspecto negativo, denominado efeito-entrenchamento. Esse problema ocorre quando, a partir de certa concentração da propriedade, os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados às custas dos demais investidores. Como resultado, deveria haver uma espécie de faixa ótima da concentração acionária, que hipoteticamente resultaria na maximização do valor das empresas. O Gráfico A5.1 apresenta um gráfico do valor das empresas em função da concentração acionária das ações votantes, com base nas predições de Stulz (1988) e Morck, Shleifer e Vishny (1988).



■ Gráfico A5.1 – Relação hipotética entre concentração acionária das ações votantes e valor das empresas.

Além da predição apresentada no Gráfico A5.1, outra hipótese foi bastante difundida na relação entre estrutura de propriedade e desempenho: a de que a fuga da relação uma ação – um voto por meio da emissão de ações sem direito a voto ou por meio de votos múltiplos levaria o acionista controlador a deter um “excesso de poder de voto”, aumentando a chance de expropriação dos demais acionistas. Nesse caso, o excesso de poder de voto deveria ser entendido como o distanciamento entre o percentual de ações votantes em posse do controlador (denominado direito

de voto) e o percentual do total de ações da companhia em sua posse (denominado direito ao fluxo de caixa). Em tese, quanto maior esse distanciamento entre poder político para dirigir a companhia (direito de voto) e poder econômico (direito ao fluxo de caixa gerado pelas operações), maior o conflito de interesses e menor o valor da companhia. Essa segunda predição da relação entre estrutura de propriedade e valor é ilustrada no Gráfico A5.2.



■ Gráfico A5.2 – Relação hipotética entre excesso de votos em posse do acionista majoritário e valor das empresas.

As evidências da influência da estrutura de propriedade sobre o valor das empresas nos Estados Unidos não se mostraram conclusivas. Até o início dos anos 1990, havia certo consenso, com base nos estudos pioneiros de Morck, Shleifer e Vishny (1988) e McConnell e Servaes (1990), de que a concentração acionária impactava o valor das empresas no sentido previsto pelas hipóteses de efeito-incentivo e efeito-entrincheiramento descritas no Gráfico A5.1.¹⁸ Entretanto, estudos posteriores, entre os quais os de Cho (1998), Himmelberg et al. (1999) e Demsetz e Villalonga (2001), indicaram que a concentração acionária tende a ser mais uma consequência de certos atributos da companhia do que a causa de melhor desempenho ou maior valor, refutando então a ideia de um impacto da concentração da propriedade sobre o valor das empresas.

No Brasil, foram desenvolvidos diversos trabalhos na relação entre estrutura de propriedade e desempenho (ver Tabela A5.2).

PESQUISA	RESUMO	PRINCIPAIS RESULTADOS
Siffert Filho (1998)	Análise das mudanças no controle societário das 100 maiores empresas não financeiras brasileiras entre 1990 e 1997.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Constatação da diminuição do controle estatal e familiar e aumento do controle estrangeiro nas empresas brasileiras listadas em bolsa.
Valadares e Leal (2000) Leal et al. (2002)	Análise da estrutura direta e indireta de propriedade e controle das companhias abertas brasileiras.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ As empresas abertas brasileiras possuem elevado grau de concentração do capital com direito a voto e alto índice de emissão de ações preferenciais; ▪ Os controladores brasileiros investem em média muito mais do que o mínimo necessário para manter o controle das empresas.
Carvalho da Silva e Leal (2003)	Teste da relação entre direito a voto e direito sobre o fluxo de caixa sobre o valor das empresas.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Relação negativa entre concentração das ações ordinárias e valor da empresa; ▪ Relação negativa entre dividendos e concentração das ações ordinárias.
Silveira, Lanzana, Barros e Famá (2004)	Investigação da relação entre o excesso de poder de votos em posse dos controladores e o valor das empresas.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fraca relação negativa entre excesso de poder de voto e valor; ▪ Resultados apontam no sentido de que a adoção da regra de "uma ação - um voto" pode contribuir para a maximização do valor das empresas.
Procianoy e Schnorrenberger (2004)	Análise da influência da estrutura de controle sobre as decisões de estrutura de capital.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Influência significativa do grau de concentração do direito a voto sobre as decisões de estrutura de capital; ▪ Companhias que apresentam maior concentração acionária tendem a apresentar maior aversão ao endividamento e ao risco financeiro.
Okimura, Silveira e Rocha (2007)	Teste sobre a relação entre a estrutura de propriedade, valor e desempenho das companhias abertas brasileiras.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Influência negativa da concentração do direito a voto sobre o valor da empresa.

■ Tabela A5.2 – Resultados de pesquisas relevantes sobre estrutura de propriedade no Brasil.

A primeira geração de pesquisas em governança também se voltou para a relação entre características do conselho de administração, desempenho e decisões corporativas. Hermalin e Weisbach (2003), após analisar dezenas de trabalhos na área, resumiram os principais resultados encontrados para o mercado norte-americano: i) no geral, não se observou uma relação clara entre maior proporção de conselheiros externos e desempenho superior das empresas. Por outro lado, conselhos com maior proporção de externos tendem a tomar decisões melhores em questões como aquisições, remuneração dos executivos e substituição do CEO; ii) o tamanho do conselho relaciona-se negativamente com o desempenho das empresas e a qualidade das decisões tomadas; iii) a composição do conselho muda em função principalmente de três fenômenos: fraco desempenho da empresa, substituição do CEO e mudanças na estrutura de propriedade; iv) o mercado parece receber bem a nomeação de um conselheiro independente, observando-se um impacto positivo no preço das ações quando do anúncio do ingresso de novos independentes; e v) a “independência” do conselho não é algo estático, oscilando ao longo do tempo em função do poder de barganha do CEO, que é maior ou menor em função do seu desempenho e do seu período no cargo.

Pesquisas realizadas no Brasil mostram que os conselhos locais ainda estão distantes das recomendações dos códigos de governança. Leal e Oliveira (2002) observam que os conselhos no país ainda não se mostravam como mecanismos de governança eficazes, funcionando por meio de procedimentos informais e sem métricas claras de avaliação de desempenho. Saito e Dutra (2002) constataram amplo domínio de representantes dos controladores nos conselhos, com baixa proporção de independentes. Por fim, Silveira, Barros e Famá (2003) encontraram evidências de que empresas com pessoas distintas ocupando os cargos de presidente do conselho e diretor-presidente são mais valorizadas pelo mercado do que aquelas nas quais ambos os cargos são ocupados pelo mesmo indivíduo.

O impacto dos sistemas de incentivo dos executivos sobre o valor empresarial também foi alvo da primeira geração de estudos. Murphy (1999) e Core et al. (2001) constataram que, no mercado norte-americano: i) a sensibilidade da remuneração dos executivos em relação ao desempenho das empresas tem aumentado ao longo do tempo; ii) a maior parte da sensibilidade da remuneração ao desempenho decorre da maior posse de ações e opções de ações pelos executivos; e iii) as opções de ações constituíam, no início da década de 2000, o componente de remuneração mais importante para os executivos do país.

Bebchuk e Grinstein (2005) realizaram outro estudo importante sobre remuneração no mercado norte-americano. Após analisar a remuneração dos executivos das 500 maiores companhias do país de 1993 a 2003, chegaram a cinco conclusões principais: i) a remuneração dos executivos cresceu substancialmente no período, muito mais do que poderia ser explicado pelo aumento do tamanho ou da rentabi-

lidade das empresas; ii) o crescimento da remuneração foi generalizado, ocorrendo em companhias de todos os portes e setores, da nova e da velha economia; iii) o aumento da remuneração baseada em ações não foi acompanhado pela diminuição da remuneração em dinheiro, que também cresceu substancialmente no período; iv) se a relação da remuneração com o tamanho e desempenho das empresas se mantivesse a mesma de 1993, a remuneração média dos executivos em 2003 teria sido apenas metade da divulgada; v) a proporção entre a remuneração dos cinco principais executivos e o lucro das empresas subiu de 4,8% no período 1993-1995 para 10,3% no período 2001-2003.

No Brasil, a ausência de informações públicas sobre a remuneração dos executivos inviabilizou a realização de testes empíricos analisando esse importante mecanismo de governança.

A segunda geração de pesquisas

A segunda geração de pesquisas em governança teve como foco o impacto do sistema legal e de proteção ao investidor sobre as decisões corporativas e o valor das empresas. Para os autores dessa geração, o sistema legal atua como um importante mecanismo externo de governança, cuja importância pode ser evidenciada por meio de estudos comparativos entre diferentes países. Os artigos seminais da segunda geração foram elaborados por La Porta et. al. (1998, 1999), e são descritos em mais detalhes no Capítulo 4.¹⁹

A terceira geração de pesquisas

A terceira geração de estudos avalia o impacto da qualidade da governança corporativa sobre o valor ou desempenho das empresas, levando em conta de forma integrada diferentes mecanismos de governança, geralmente por meio de índices ou *ratings* de governança. Os estudos descritos no corpo do capítulo se encaixam nessa geração.

■ APÊNDICE 5.3: A RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E COMPETIÇÃO NO MERCADO DE PRODUTOS: MECANISMOS PARA MAIOR EFICIÊNCIA EMPRESARIAL E GERAÇÃO DE VALOR²⁰

A maioria das pessoas concorda que a competição no mercado de produtos, ou simplesmente competição, contribui para aumentar a eficiência empresarial. Em

outras palavras, quanto maior a concorrência entre as empresas de um determinado setor, maior será a pressão por resultados e menor será a margem para seus executivos tomarem decisões destruidoras de valor. O que poucos observam é que a competição pode ter relação com as práticas de governança de uma companhia e com os potenciais “ganhos” decorrentes da adoção da boa governança. Uma série de estudos recentes vem procurando preencher essa lacuna. A área é importante, pois pode sinalizar aos investidores, particularmente os institucionais, em que setores deve valer mais a pena pressionar as companhias pela adoção de melhores práticas, haja vista que os ganhos potenciais da governança podem ser maiores em alguns setores do que em outros.

O principal estudo dessa recente linha de pesquisa foi realizado por Giroud e Mueller (2008). O trabalho, vencedor do prêmio de melhor artigo em finanças conferido pela ECGI (*European Corporate Governance Institute*) em 2009, investiga a hipótese de que as empresas de setores menos competitivos devem se beneficiar bem mais da adoção de melhores práticas de governança do que as empresas em setores mais competitivos, já que nestes os gestores teriam uma pressão naturalmente maior por resultados. Os autores analisaram 3.241 empresas de 1990 a 2006, chegando à conclusão de que a adoção das boas práticas agrega muito valor em setores com baixa competição, porém é bem menos relevante em setores mais competitivos. Especificamente, observaram que a boa governança possui forte impacto positivo sobre o retorno de longo prazo das ações, rentabilidade e múltiplos de valor no grupo de empresas de setores com menor nível de competição, sendo esse efeito desprezível em setores mais competitivos.

Os resultados de Giroud e Mueller (2008) têm como pano de fundo a ideia de que governança corporativa e competição são mecanismos substitutos rumo a uma maior eficiência na utilização dos recursos. De acordo com essa visão, levantada por diversos economistas, os problemas de governança corporativa tenderiam a ser naturalmente menores em ambientes altamente competitivos, haja vista que os gestores teriam reduzido livre-arbítrio para tomar decisões destruidoras de valor aos acionistas (já que tais decisões poderiam levar suas empresas simplesmente a sair do mercado). Por outro lado, a governança seria bem mais importante em setores com baixa competição, em que os gestores teriam maior possibilidade de tomar decisões ruins sem o risco de levar suas empresas à quebra. No extremo, a adoção da boa governança seria muito mais importante de ser fomentada em setores monopolistas (como algumas empresas prestadoras de serviços de utilidade pública) e oligopolistas (como o setor de aviação civil no Brasil), do que em setores em que as empresas tivessem menor poder de mercado para definir preços.

Entretanto, como toda linha de pesquisa recente no mundo acadêmico, essa visão não é consensual. Outros pesquisadores argumentam que a relação entre governança corporativa e competição deveria ser na verdade complementar, já que, na

medida em que as empresas enfrentassem maior competição, teriam maior necessidade de aprimorar suas práticas de governança a fim de captar recursos a custos menores junto aos investidores, bem como estruturar conselhos mais efetivos a fim de tomar decisões melhores.

Além da questão relativa à substituição ou complementaridade entre governança corporativa e competição, outros estudos recentes avaliam relações importantes entre essas duas áreas do conhecimento, tais como:

- **Competição e composição do conselho de administração:** Randøy e Jenssen (2004) analisaram 98 empresas no mercado sueco durante três anos, concluindo que conselhos mais independentes geram mais valor para empresas em setores menos competitivos do que para as empresas sujeitas a um alto nível de competição.
- **Competição e frequência de substituição do CEO:** Defond e Park (1999) analisaram 621 empresas no mercado norte-americano, concluindo que os CEOs de empresas em setores mais competitivos são substituídos com uma frequência bem maior do que os CEOs de empresas sujeitas a baixa competição. O estudo também observou que a utilização de medidas formais para avaliação de desempenho do CEO pelo conselho é mais relevante para a decisão de substituição do CEO apenas em indústrias mais competitivas.
- **Competição e sistema de remuneração dos executivos:** dois trabalhos independentes realizados com centenas de empresas nos mercados norte-americano (Karuna, 2007) e suíço (Beiner et al., 2009) chegaram à conclusão comum de que o sistema de incentivos dos executivos tende a ser mais agressivo e atrelado a resultados em setores sujeitos a maior competição. Os resultados implicam que os problemas de governança associados à remuneração de executivos podem ser diferentes em função do grau de competição a qual as companhias estão expostas, com uma tendência de ser muito agressivos em setores altamente competitivos e muito conservadores em setores menos competitivos.
- **Competição e *poison pills*:** uma pesquisa junto a mil companhias norte-americanas de 1990 a 2003 realizada por Cremers et al. (2007) constatou que as empresas em setores mais competitivos tendem a adotar medidas defensivas contra aquisições hostis (entre as quais as *poison pills*) em frequência bem superior às demais, provavelmente em função da probabilidade maior de tentativas de tomada de controle.
- **Competição e prêmio pelo controle:** após analisar 554 de 19 países entre 1998 e 2003, Guadalupe e Pères-González (2006) observaram que o prêmio pelas ações do bloco de controle é bem maior em setores menos competitivos, diminuindo à medida que aumenta a competição. Especificamente,

constatou-se que um aumento de 5% na competição média da indústria resulta em uma diminuição do prêmio pelo voto de 3,5%. No geral, os autores concluem que o aumento da competição reduz o nível dos benefícios privados auferidos pelos acionistas controladores, reduzindo, conseqüentemente, o prêmio pelo controle.

- **Competição e *disclosure*:** uma pesquisa realizada por Shin (2002) com 416 companhias norte-americanas ao longo de oito anos constatou que as empresas sujeitas a maior competição de preços optam por divulgar menos informações voluntárias aos seus investidores, provavelmente devido ao maior temor de seus concorrentes. Em outras palavras, a decisão pelo nível de *disclosure* voluntário seria resultado não apenas de sua estrutura de governança da companhia, mas também do nível de competição ao qual está exposta.
- **Desregulamentação, competição e práticas de governança:** outros estudos têm ainda investigado o impacto da desregulamentação de alguns setores (e conseqüente maior competição) sobre a evolução das práticas de governança adotadas. Dois trabalhos (Kole e Lehn, 1999; Rennie, 2006) analisaram os impactos na governança corporativa decorrentes da desregulamentação dos setores de aviação civil e eletricidade nos Estados Unidos. Ambos chegaram a conclusões similares: a desregulamentação levou a mudanças nas práticas de governança, incluindo: redução no tamanho dos conselhos, aumento da frequência de substituição dos CEOs e aumento na concentração acionária das companhias. Os resultados indicam que a presença de maior competição decorrente da desregulamentação incrementou as estruturas de governança das companhias.

Tomados em conjunto, esses estudos recentes possuem implicações práticas para pesquisadores, reguladores e investidores. Para os pesquisadores, mostra a importância de se levar em consideração o nível de competição na análise da temática da governança, algo raramente feito. Para os reguladores, mostra que o aumento da concorrência pode ocasionar diversos efeitos colaterais sobre a governança das companhias, alguns positivos (como menor margem para benefícios privados do controle e sistemas de avaliação de desempenho dos executivos mais rigorosos) e outros eventualmente negativos (possibilidade de menor transparência e sistemas de remuneração excessivamente agressivos). Para os investidores, reforça a ideia de que os potenciais ganhos de produtividade e geração de valor associados à adoção das melhores práticas de governança podem não ser uniformes, sendo provavelmente bem mais importante lutar por melhores práticas em setores com baixo nível de competição, como as empresas de indústrias monopolistas e oligopolistas. Afinal, como já dizia Adam Smith há cerca de 250 anos: “*Monopoly...is a great enemy to good management*”.

QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

- 1) Quais são as principais abordagens utilizadas para estimar o real valor da adoção das boas práticas de governança? Quais são suas vantagens e limitações?
- 2) Discorra sobre alguns estudos que: i) reforçam a ideia de que a boa governança impacta positivamente o valor e desempenho das companhias; e ii) que refutam esta ideia, questionando o impacto causal das melhores práticas sobre o valor e desempenho das empresas. Com qual corrente de argumentos e resultados acadêmicos você tende a concordar mais? Por quê?
- 3) Quais são os principais cuidados metodológicos a serem observados por pesquisadores e praticantes de mercado antes da extração de inferências acerca do impacto da governança sobre o desempenho ou valor das empresas?
- 4) Descreva as três grandes gerações de estudos em governança corporativa, incluindo seus principais resultados e limitações.
- 5) Há temas relevantes sobre governança corporativa não cobertos nas três gerações de estudos apresentadas? Quais?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAI, Chong-En; LIU, Qiao; LU, Joe Zhou; SONG, Frank; ZHANG, Junxi. (2003). "Corporate governance and market valuation in China". William Davidson Institute Working Paper N° 564. Disponível em: http://papers.ssrn.com/abstract_id=393440.

BARROS, Lucas Ayres; CASTRO JUNIOR, Francisco Henrique; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BERGMANN, Daniel Reed. (2009). "A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação". Disponível em: www.ceg.org.br.

BEBCHUK, Lucian Arye; GRINSTEIN, Yaniv. (2005). "The Growth of Executive Pay". Harvard Law and Economics Discussion Paper N° 510. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=648682>.

BEINER, Stefan; DROBETZ, Wolfgang; SCHIMD, Markus; ZIMMERMANN, Heinz. (2004). “An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation – Evidence from Switzerland”. ECGI Finance Working Paper Series, Nº 34/2004. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=489322>

BEINER, Stefan; SCHIMD, Markus M.; WANZENRIED, Gabrielle (2009). “Product Market Competition, Managerial Incentives, and Firm Valuation”. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=645562.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian J.; ROMANO, Roberta. (2007). “The Promise and Peril of Corporate Governance Indices”. ECGI – Law Working Paper Nº 89/2007; Yale Law & Economics Research Paper Nº 367. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1019921>.

BLACK, Bernard; JANG, Hasung; KIM, Woochan. (2006). “Does Corporate Governance Predict Firms’ Market Values? Evidence from Korea”. *Journal of Law, Economics, and Organization*, v. 22, n. 2.

BÖRSCH-SUPAN, Axel; KÖKE, Jens. (2002). “An Applied Econometrician’s View of Empirical Corporate Governance Studies”. *German Economic Review*, 3(3), pp. 295-326.

BROWN, Lawrence; CAYLOR, Marcus. (2004). “Corporate Governance and Firm performance”. Disponível em: http://papers.ssrn.com/abstract_id=586423.

CARVALHAL DA SILVA, André L.; LEAL, Ricardo P. C. (2003). “Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil”. Relatório COPPEAD n. 358. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=477302>.

CARVALHO, Antonio Gledson de; PENNACCHI, George G. (2005). “Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms’ Migration to Premium Listings in Brazil”. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=678282>.

CHO, Myeong-Hyeon. (1998). “Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: an Empirical Analysis”. *Journal of Financial Economics*, v. 47, pp. 103-121.

CORE, J. E.; GUAY W., LARCKER D. (2002). “Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey”. *Economic Policy Review*, 8(1).

CREMERS, Martijn; NAIR, Vinay B.; PEYER, Urs C. (2007). "Takeover Defenses and Competition". Yale ICF Working Paper Nº 07-02. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=984064>.

DEFOND, Mark L.; PARK, Chul W. (1999). "The effect of competition on CEO turnover". *Journal of Accounting and Economics*, v. 27, n. 1, pp. 35-56.

DEMSETZ, Harold; VILLALONGA, Belén. (2001). "Ownership structure and corporate performance". *Journal of Corporate Finance*, v. 7, pp. 209-233.

DENIS, Diane; McCONNELL, John. (2003). "International corporate governance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, n. 1, pp. 1-36.

DURNEV, Art; KIM, Han. (2005). "To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation". *Journal of Finance*, v. 60, n. 3, pp. 1461-1493.

GIROUD, Xavier; MUELLER, Holger M. (2008). "Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices". *ECGI – Finance Working Paper Nº 219/2008*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1247715>

HERMALIN, Benjamin; WEISBACH, Michael. (2003). "Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature". *Economic Policy Review*, pp. 7-26.

HIMMELBERG, Charles; HUBBARD, Glenn; PALIA, D. (1999). "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance". *Journal of Financial Economics*, v. 53, pp. 353-384.

GOLDMAN SACHS JBWERE. (2006) "Good Corporate Governance = Good Investment Returns". *Research Report*, jun. 2006.

GUADALUPE, Maria; PÉRES-GONZÁLEZ, Francisco. (2006). "The Impact of Product Market Competition on Private Benefits of Control". Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=890814>.

KARUNA, Christo. (2007) "Industry Product Market Competition and Managerial Incentives". *Journal of Accounting and Economics*, v. 43, pp. 275-297, jul. 2007.

KLAPPER, Leora; LOVE, Inessa. (2004). "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets". *Journal of Corporate Finance*, v. 10, n. 5, pp. 703-728.

KOLE, Stacey; LEHN, Kenneth. (1999). "Deregulation and the adaptation of governance structure: the case of US airline industry". *Journal of Financial Economics*. v. 52, n. 1 pp. 79-117.

LEAL, Ricardo P.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. (2002). "Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto." *RAC – Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, pp. 7-18.

LEAL, Ricardo P. C.; OLIVEIRA, C. L. (2002). "An evaluation of board practices in Brazil". *Corporate Governance*. v. 2, n. 3, pp. 21-25.

LEAL, Ricardo. P. C.; Carvalhal da Silva, André L. (2007). "Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)". Inter-American Development Bank - Research Network Working Paper R-514. In: CHONG, Alberto; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio (Org.). *Investor Protection and Corporate Governance – Firm Level Evidence Across Latin America*, pp. 213-287, Stanford University Press, 2007. Disponível em: http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=R-514.

McCONNEL, John; SERVAES, Henri. (1990). "Additional evidence on equity ownership and corporate value". *Journal of Financial Economics*, v. 27, pp. 595-612.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. (1988). "Management ownership and market valuation: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.

MURPHY, Kevin. "Executive Compensation." In: ASHENFELTER, Orley; CARD, David (Eds.). *Handbook of Labor Economics*. 1 ed. v. III, capítulo 38, pp. 2485-2563. Amsterdam: Elsevier, 1999.

OKIMURA, Rodrigo Takashi; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; ROCHA, Keyler Carvalho. "Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil". *RAC – Revista de Administração Contemporânea*, v. 1, pp. 119-135, 2007.

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

RANDØY, Trond; JENSSEN, Jan Inge. "Board Independence and Product Market Competition in Swedish firms". *Corporate Governance: An International Review*, v. 12, n. 3, pp. 281-289, 2004.

RENNIE, Craig. "Governance Structure Changes and Product Market Competition: Evidence from U.S. Electric Utility Deregulation". *Journal of Business*, v. 79, n. 4, pp. 1989-2018, 2006.

SAITO, Richard; DUTRA, Marco G. "Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras". *RAC – Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 2, pp. 9-27, 2002.

SHIN, Yong-Chul. (2002). "The Effect of Product Market Competition on Corporate Voluntary Disclosure Decisions". Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=338361>.

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

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres; FAMÁ, Rubens. "Estrutura de governança e valor nas companhias abertas brasileiras - um estudo empírico". *RAE/GV – Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas*, v. 43, n.3, pp. 50-64, 2003.

_____. (2006) "Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil". *Revista Brasileira de Finanças*, v. 4, pp. 1/1-30. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=923310>.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; LANZANA, Ana Paula; BARROS, Lucas Ayres; FAMÁ, Rubens. "Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras". *RAUSP – Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo*, v. 39, n. 4, pp. 362-372, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; DIAS JUNIOR, Armando Lopes (2010). "What is the impact of bad governance practices in a concentrated ownership environment". *International Journal of Disclosure and Governance*, v. 7, pp. 70-91. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=101924>.

STULZ, R. M. "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and Market of Corporate Control". *Journal of Financial Economics*, v. 20, pp. 25-54, 1988.

VALADARES, Silvia; LEAL, Ricardo P. “Ownership and Control Structure of Brazilian Companies”. *Abante*, v. 3, n. 1, pp. 29-56, 2000.

WINTOKI, M. Babajide; LINCK, James S.; NETTER, Jeffrey M. (2008). “Endogeneity and the Dynamics of Corporate Governance”. Disponível em: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=970986>.

¹ Conforme detalhado no Apêndice 1, a própria definição de “desempenho” é algo em aberto na literatura. Aí se incluem desde medidas de rentabilidade, como retorno sobre ativos e retorno sobre o patrimônio líquido, até aquelas decorrentes da percepção do mercado sobre a companhia, como retorno das ações e múltiplos de valor de mercado (preço da ação/lucro por ação, preço da ação/valor patrimonial da ação etc.), passando por medidas que envolvem um pouco de ambos os aspectos, como lucro econômico ou residual.

² Na verdade, não há nem mesmo consenso se os mecanismos de governança de fato influenciam de alguma forma o desempenho das companhias, conforme discutido adiante.

³ A econometria consiste da aplicação de ferramentas de matemática e estatística a fim de analisar dados econômicos e financeiros.

⁴ Tendo em vista a evolução das próprias técnicas econométricas desde o início da década de 1990.

⁵ O índice CLSA se baseia em diversas questões subjetivas respondidas por analistas de ações.

⁶ Os autores utilizaram dois índices de governança alternativamente. O índice do CLSA é um índice um índice de transparência da Standard & Poor's (restrito a questões de transparência das informações).

⁷ O índice foi composto apenas por questões objetivas, sendo dividido em cinco subíndices (direito dos acionistas, estrutura do conselho, procedimentos do conselho, transparência para os investidores e paridade na estrutura de propriedade).

⁸ O estudo utilizou como medida de governança um *rating* fornecido pela empresa GMI Ratings. A GMI avaliou as práticas de governança em quatro categorias: qualidade das informações contábeis, qualidade da auditoria, estrutura do conselho de administração e sistema de remuneração dos gestores. Todas as companhias foram pontuadas em uma escala de 0 a 5 (melhor governança). O Goldman Sachs construiu duas carteiras de ações: uma denominada “comprada”, composta por empresas com *ratings* de governança de 3 a 5, e outra denominada “vendida”, composta por empresas com *ratings* mais baixos, de 0 a 2.

⁹ Após aplicação de um índice denominado “Gov-Score”, composto por 51 fatores pertencentes a oito dimensões de governança corporativa: auditoria, conselho de administração, estatuto social, formação acadêmica dos conselheiros, remuneração dos executivos-chave e conselheiros, estrutura de propriedade, progresso nas práticas e estado onde a companhia foi incorporada.

¹⁰ Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Mais detalhes são apresentados no Capítulo 7.

¹¹ Algo é chamado de endógeno quando é determinado de dentro de um sistema. Já a expressão exógeno é aplicada quando algo é determinado de fora do sistema. Em um modelo econômico, as variáveis são chamadas de endógenas quando resultam de outras variáveis, presentes ou não

no modelo. O problema é que os modelos econométricos pressupõem que as variáveis independentes ou explanatórias devem ser exógenas, a fim de propiciar inferências corretas acerca da questão da causalidade. No caso dos estudos sobre governança corporativa, a grande maioria dos modelos visa estimar o impacto de medidas de qualidade da governança (variável explanatória ou independente) sobre medidas de desempenho (que atuam como variáveis dependentes). Assim, se a “qualidade da governança” for determinada por certas características das empresas, ter-se-ia então uma situação clara de endogeneidade. No caso do artigo de Wintoki *et al.* (2008), os autores argumentam que praticamente todos os estudos anteriores haviam estimado a relação entre governança e desempenho por meio de métodos como Efeitos Fixos (ou mesmo por métodos claramente inferiores, como o tradicional método dos mínimos quadrados ordinários). Entretanto, tais procedimentos não capturam dois problemas de endogeneidade potencialmente muito sérios nos trabalhos em governança corporativa: a possibilidade de uma situação de causalidade reversa (vide Apêndice 5.1) e a possibilidade de um efeito dinâmico sobre a variável dependente de interesse (ex.: impacto do desempenho passado ou de mudanças na estrutura de governança ocorridas anteriormente sobre o valor ou desempenho de uma empresa), denominada pelos autores de “endogeneidade dinâmica”. Como resultado, Wintoki *et al.* (2008) argumentam que o método mais correto para lidar com os problemas de endogeneidade em pesquisas de governança corporativa é o método generalizado dos momentos (GMM – *Generalized Method of Moments*) sistêmico e dinâmico, proposto por Arellano e Bond (2001) e refinado por Blundell e Bond (1998). Barros, Castro Junior, Silveira e Bergmann (2009) realizaram simulações a fim de investigar qual método econométrico resulta em coeficientes estatísticos mais corretos, chegando a uma conclusão similar à de Wintoki *et al.* (2008) de que o procedimento do GMM sistêmico é mais adequado do que o método de Efeitos Fixos para os tipos de dados enfrentados pelos pesquisadores em governança corporativa.

¹² Notadamente o método de Efeitos Fixos.

¹³ O detalhamento econométrico das principais limitações dos estudos em governança corporativa pode ser encontrado em Silveira (2004).

¹⁴ A utilização de dados em painel, particularmente por meio do procedimento de efeitos fixos ou primeiras diferenças, é considerada por Himmelberg *et al.* (1999) e por Börsch-Supan e Köke (2002) como mecanismo necessário para mitigar o problema da causalidade reversa, já que leva em conta o componente não observável (constante ao longo do tempo) de heterogeneidade da empresa. Por outro lado, é importante ressaltar que o procedimento de efeitos fixos possui uma importante limitação: caso as diferenças não observáveis entre as empresas variem ao longo do tempo, os coeficientes serão inconsistentes e viesados, repetindo os problemas obtidos pela utilização do método dos mínimos quadrados. Ademais, o procedimento não controla para o potencial problema da causalidade reversa. Além da análise de dados em painel, a aplicação da abordagem de equações simultâneas na relação entre mecanismos de governança e desempenho corporativo também tem potencial para capturar os mecanismos de causalidade reversa, mitigando esse problema. Os ainda escassos estudos sobre governança corporativa que utilizam a abordagem de equações simultâneas são chamados por Becht *et al.* (2002) de estudos de “terceira geração”, devido ao que os autores consideram de “econometria amplamente melhorada”, diferenciando-os significativamente dos estudos que utilizam métodos de equações isoladas. Entretanto, como os resultados do sistema de equações simultâneas são muito sensíveis à escolha dos instrumentos e não existe uma base teórica apropriada para escolha dos instrumentos, não se pode ter certeza de que a abordagem de equações simultâneas é superior aos modelos de equações

isoladas para testar a interação entre governança e desempenho. Bøhren e Ødegaard (2003, p. 3) argumentam, inclusive, que, até a teoria sobre governança corporativa estar desenvolvida para melhor especificar a natureza endógena dos mecanismos de governança, os chamados modelos de “terceira geração” podem se mostrar inferiores aos modelos de equações isoladas.

¹⁵ Em relação ao desconhecimento da forma funcional correta, diversos estudos buscam uma relação linear entre concentração da propriedade e desempenho, ou entre tamanho do conselho e desempenho. A questão é que o impacto desses mecanismos de governança sobre o desempenho corporativo pode seguir, por exemplo, uma relação quadrática em vez de linear. Deixar de lado a possibilidade de um relacionamento quadrático, com um ponto de mínimo ou máximo, faz com que o modelo fique eventualmente incompleto e o coeficiente estimado da variável de governança corporativa eventualmente enviesado.

¹⁶ Segundo Börsch-Supan e Köke (2000, p. 18), assumir que o desempenho corporativo é uma variável irrelevante para a decisão de listar ações em bolsa é com certeza uma hipótese muito forte.

¹⁷ Essas informações passam então a ser incluídas no termo de erro das regressões.

¹⁸ Especificamente, esses estudos obtiveram evidências da existência de uma faixa ótima para o percentual de ações em posse dos acionistas que maximizaria o valor das empresas.

¹⁹ Incluindo os desdobramentos desta geração de estudos, como a hipótese de comprometimento (*bonding hypothesis*).

²⁰ Um resumo deste apêndice foi publicado em formato de artigo na edição n. 78, pp. 48-49 (Fevereiro/2010) da Revista *Capital Aberto*, seção “Governança”. O autor agradece ao seu orientado de mestrado Pedro Barros, que realizou trabalho pioneiro nesta área no país, pela pesquisa dos artigos citados neste apêndice.

CAPÍTULO 6

A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

Conceitos apresentados neste capítulo

- Sistemas de acionistas como *outsiders* x *insiders*: o modelo Anglo-Saxão *vs.* o modelo da Europa Continental;
- A governança corporativa nos Estados Unidos;
- A governança corporativa no Reino Unido;
- A governança corporativa na Alemanha;
- A governança corporativa na França;
- A governança corporativa no Japão;
- Comparação entre os principais sistemas de governança corporativa;
- Governança corporativa no restante do mundo.

6.1 SISTEMAS DE ACIONISTAS COMO OUTSIDERS X INSIDERS: O MODELO ANGLO-SAXÃO VS. O MODELO DA EUROPA CONTINENTAL

Dadas as peculiaridades nos ambientes empresariais dos diferentes países, é virtualmente impossível descrever de forma detalhada os modelos de governança vigentes no mundo. Por outro lado, pode-se ao menos analisar o problema de forma simplificada, dividindo os sistemas de governança dos mercados mais desenvolvidos (que servem como referências aos demais países) em duas grandes categorias: sistema dos acionistas no papel de *outsiders*¹ (vigente principalmente nos países anglo-saxões, notadamente Estados Unidos e Reino Unido) *vs.* sistema dos acionistas no papel de *insiders*² (vigente na Europa Continental).³ A Tabela 6.1 apresenta as principais características gerais e diferenças entre os sistemas.⁴

SISTEMA DE GOVERNANÇA	ACIONISTAS COMO <i>OUTSIDERS</i> (ESTADOS UNIDOS E REINO UNIDO)	ACIONISTAS COMO <i>INSIDERS</i> (EUROPA CONTINENTAL)
Estrutura de propriedade das grandes companhias listadas em bolsa	Dispersa, com acionistas pulverizados e distantes do dia a dia das operações	Mais concentrada, com bloco de controle definido atuando diretamente nas atividades da companhia
Controle familiar nas grandes companhias	Raro	Comum
Estado como acionista relevante nas grandes companhias	Raro ⁵	Mais frequente
Diversificação das operações das companhias	Mais baixa, com empresas mais especializadas e menor presença de conglomerados empresariais diversificados	Alta, com predomínio de grandes grupos/ conglomerados empresariais, muitas vezes altamente diversificados
Papel do mercado de ações no crescimento e financiamento das empresas	Muito importante	Menos importante, com maior participação do mercado de crédito via financiamentos bancários e governamentais
Investidores Institucionais	De grande porte e muito ativos	De menor porte e mais passivos

SISTEMA DE GOVERNANÇA	ACIONISTAS COMO <i>OUTSIDERS</i> (ESTADOS UNIDOS E REINO UNIDO)	ACIONISTAS COMO <i>INSIDERS</i> (EUROPA CONTINENTAL)
Mercado de aquisição hostil do controle	Ativo, com possibilidade real de aquisições hostis ⁶	Praticamente inexistente, com raras tentativas de aquisições não solicitadas
Função-objetivo das companhias	Foco na maximização da riqueza para os acionistas (<i>shareholder oriented</i>)	Reconhecimento mais explícito e sistemático de outros <i>stakeholders</i> não financeiros nas decisões empresariais, principalmente funcionários (<i>stakeholder oriented</i>)

■ Tabela 6.1 – Comparação entre os principais sistemas de governança corporativa vigentes no mundo: acionistas como *insiders* vs. acionistas como *outsiders*.

■ 6.2 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS UNIDOS

Os Estados Unidos possuem o mercado de capitais mais líquido, com maior volume negociado, maior capitalização de mercado e maior número de companhias listadas do mundo (5.963 companhias nas duas principais bolsas de valores – NYSE e NASDAQ-OMX ao final de 2008).⁷ Além disso, são sede de cerca de 140 das 500 maiores corporações do mundo.⁸ Como resultado, os Estados Unidos constituem a “Meca” do mercado financeiro, tradicionalmente ditando padrões de governança que acabam servindo como referência aos demais países.⁹

O próprio movimento em torno das melhores práticas de governança surgiu nos Estados Unidos em meados da década de 1980. Como consequência de um ambiente acionário extremamente pulverizado e de leis que dificultavam a atuação direta dos acionistas nas companhias,¹⁰ os CEOs¹¹ norte-americanos passaram a desfrutar de enorme poder *vis-à-vis* os acionistas, controlando os conselhos de administração de suas empresas.¹² Essa situação levou a uma insatisfação crescente por parte de diversos investidores, particularmente grandes fundos de pensão, cujo ativismo a partir dessa época tornou-se sinônimo do termo *corporate governance* no país. Segundo Carlsson (2001), o estopim para o movimento pró-governança foi a tentativa de aquisição do controle da Texaco em 1984 pela Chevron, inviabilizada em função de diversas táticas defensivas empregadas pelos executivos da Texaco em prejuízo aos acionistas da companhia, interessados em alternativas para a então deficitária empresa.¹³ Após esse caso, o fundo de pensão californiano Calpers¹⁴ (*Ca-*

lifornia Public Employees Retirement System), um dos grandes acionistas da Texaco na ocasião, definiu que, como investidores de longo prazo, passariam a ter postura mais ativa, não aceitando comportamento similar de outras companhias investidas. O fundo elaborou então uma relação de problemas a serem enfrentados, como a dependência excessiva dos conselhos em relação aos executivos, salários dos CEOs desvinculados do desempenho das empresas e a utilização de diversos arranjos para evitar aquisições hostis (em geral conhecidos como pílulas envenenadas ou *poison pills*)¹⁵. Tais problemas serviram como base para a elaboração do primeiro rol de práticas recomendadas.

Em paralelo, o Calpers atuou decisivamente na criação, em 1985, do Conselho dos Investidores Institucionais (CII – *Council of Institutional Investors*),¹⁶ uma associação com o objetivo de cuidar dos interesses dos institucionais por meio de diversas iniciativas, entre as quais atividades de *lobby* para alteração da legislação americana. O Calpers também passou a monitorar as práticas de governança de suas empresas investidas, expondo na mídia as que apresentavam maiores deficiências em sua famosa *Focus List*.¹⁷ Os institucionais passaram ainda a concentrar seus votos nas assembleias de acionistas, elegendo maior número de conselheiros independentes desde então. O resultado foi uma mudança nas práticas de governança de boa parte das empresas americanas durante a década de 1990, ocasionando, entre outras coisas, aumento da proporção de membros independentes nos conselhos e de demissões de CEOs em função de fraco desempenho.¹⁸

Apesar dos problemas que ocasionaram o movimento da governança nos anos 1980, deve-se destacar que o mercado de capitais norte-americano se caracterizou por um histórico de confiança dos investidores no arcabouço legal e regulador,¹⁹ resultando nos mercados de títulos de dívida e de ações mais sofisticados do mundo. Entretanto, mesmo após quase duas décadas do início do movimento pró-governança e de um sistema de forte proteção legal, diversos escândalos empresariais ocorridos no período de 2001 a 2003 com grandes companhias como Enron, Worldcom, Tyco etc. relançaram dúvidas sobre a qualidade da governança das companhias norte-americanas, abalando a confiança dos investidores.²⁰ Tais escândalos também expuseram problemas na atuação de outros agentes do mercado, tais como auditores externos, advogados, analistas de ações, banqueiros de investimento etc.

Conforme detalhado no Capítulo 4, a Lei Sarbanes-Oxley representou a resposta legislativa dada aos problemas do período, com impactos em companhias de todo o mundo. Entretanto, problemas de governança posteriores à Lei, como o escândalo das opções de ações com datas retroativas em 2006²¹ (Veja o quadro das páginas 128-129) e os problemas de conflitos de interesse e gestão de riscos nas instituições financeiras em 2008 evidenciaram que os problemas de governança ainda estão longe de ser resolvidos. A Tabela 6.2 resume as principais características de governança corporativa no ambiente norte-americano:

GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS UNIDOS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	
<p>Estrutura de propriedade das empresas</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Grandes empresas com estrutura de propriedade bem dispersa (cerca de 87% das 500 maiores companhias listadas norte-americanas sem qualquer acionista ou bloco de controle com mais de 20% das ações);²² ▪ Baixa proporção de grandes companhias sob controle familiar, estatal ou de grupos financeiros; ▪ Acionistas relativamente fracos e executivos fortes no controle das grandes companhias, resultando na predominância do problema de agência clássico acionistas vs. executivos.
<p>Ativismo dos investidores institucionais</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Papel relevante e em crescimento dos investidores institucionais (detentores de 6,1% da capitalização de mercado em 1950, subindo para 76,4% das ações das 1.000 maiores companhias listadas em 2007);²³ ▪ Principais representantes: fundos de pensão de grande porte (notadamente fundos mais ativos como Calpers, TIAA-CREF etc.) e fundos <i>hedge</i>; ▪ Apesar da diversidade de estratégias, geralmente possuem horizonte de longo prazo e atuam como acionistas minoritários, fomentando a adoção de melhores práticas de governança; ▪ Até meados dos anos 1980 geralmente utilizavam o mecanismo de "saída", vendendo ações quando insatisfeitos com determinadas companhias. A partir de então, passaram a utilizar de forma crescente o mecanismo de "voz", com maior atuação conjunta e engajamento nas assembleias anuais.
<p>Estrutura e funcionamento dos conselhos</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Conselhos com alta proporção de membros independentes atualmente;²⁴ ▪ Definição cada vez mais restritiva do conceito de conselheiro independente; ▪ Exigência do estabelecimento de três comitês do conselho para listagem em bolsa (auditoria,²⁵ remuneração e nomeação/governança corporativa), compostos exclusivamente por independentes e com diversas atribuições predefinidas.
<p>Cargos de presidente do conselho (<i>Chairman</i>) e CEO</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Apesar da pressão rumo às melhores práticas, em geral ambos os cargos continuam a ser ocupados pela mesma pessoa;²⁶ ▪ Tendência de separação crescente dos cargos ou ao menos definição de um papel alternativo de conselheiro independente líder (<i>lead director</i>).

GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS UNIDOS
PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Principais temas atuais de governança corporativa

- Busca por maior peso dos acionistas na definição da remuneração dos executivos (proposta de *say on pay*);²⁷
- Maior atenção à independência e ao funcionamento dos comitês de remuneração, visando ao desenvolvimento de sistemas de incentivos mais atrelados à criação de valor de longo prazo;
- Definição de regras para assegurar a independência das consultorias de remuneração de executivos, muitas vezes sob conflito de interesse em função de outros serviços prestados às companhias;
- Maior foco no funcionamento do comitê de nomeação/governança corporativa, com exigência de detalhamento dos motivos que levaram à indicação dos conselheiros selecionados para eleição pelo órgão;
- Busca pela criação de comitês de risco nos conselhos, de forma a aprimorar a supervisão dos riscos pelo órgão;
- Busca por maior facilidade para eleição e remoção dos membros do conselho pelos acionistas (proposta de *majority vote*);²⁸
- Busca pela diminuição do número de empresas com mecanismos defensivos, como conselhos intercalados (*staggered boards*)²⁹ e *poison pills*.

■ Tabela 6.2 – Principais características de governança corporativa nos Estados Unidos.

O escândalo das opções de ações no mercado norte-americano

Em 2006, o mercado norte-americano foi sacudido por mais um escândalo: a possível manipulação das datas de concessão dos planos de opções de ações de forma a maximizar a remuneração de altos executivos. A descoberta teve início no mundo acadêmico.

Em 2004, uma ampla pesquisa com 6.000 planos de opções entre 1992 e 2002 realizada pelo Professor Erik Lie da Universidade de Iowa encontrou uma estranha regularidade: os planos eram sempre concedidos nas datas de menor cotação das ações no ano. Ao calcular a probabilidade de isso acontecer aleatoriamente, chegou a um número astronômico. Lie constatou, por exemplo, que o CEO da empresa de tecnologia ACS havia recebido opções

em datas que correspondiam à menor cotação diária das ações da empresa em seis anos diferentes, algo com probabilidade de 1 em 300 bilhões de ter acontecido por acaso.

Em março de 2006, o artigo foi divulgado pelo *Wall Street Journal*, virando alvo de uma ampla investigação da SEC junto a 200 empresas, com multas, prisões e demissões de CEOs. A operação, denominada *stock option backdating*, ocorria da seguinte forma: as empresas norte-americanas normalmente concediam opções aos seus executivos com preço de exercício igual ao preço da ação da empresa na data de concessão do plano. Assim, em tese, o executivo auferia um retorno equivalente à valorização da ação dessa data em diante, alinhando seus interesses ao dos acionistas. Na operação de *backdating*, entretanto, diversas empresas retrocederam o preço de exercício para datas anteriores, geralmente quando as ações se encontravam em patamares mínimos. Assim, as opções já eram concedidas aos executivos com preços de exercício inferiores à cotação das ações na data real de concessão dos planos, aumentando seus ganhos e diminuindo o vínculo entre remuneração e desempenho.

Todas as operações eram aprovadas pelos conselhos de administração e/ou comitês de remuneração (que administram os programas de opções de ações dos executivos), evidenciando mais um grave problema de governança. Ao longo de dez anos, estima-se que os executivos envolvidos tenham embolsado bilhões de dólares dos acionistas irregularmente. Em agosto de 2007, iniciou-se o julgamento de Gregory Reyes, CEO da empresa Brocade Communications, primeiro executivo a ir à justiça pela má prática. Ele foi condenado a 21 meses de prisão e a pagar uma multa de US\$ 15 milhões.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 3, n. 35, jul. 2006. Coluna Governança Corporativa: “Estados Unidos vivem escândalo com opções de ações”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

6.3 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO REINO UNIDO

Como país anglo-saxão, o mercado de capitais do Reino Unido apresenta diversas semelhanças ao norte-americano: é extremamente líquido, sofisticado (disputando a primazia de principal centro financeiro do mundo com Nova York) e relevante para o financiamento das empresas (ao final de 2008, havia 3.096 companhias listadas na bolsa de valores de Londres – LSE).³⁰ A estrutura de propriedade

das grandes empresas também é relativamente similar, com alta dispersão acionária e forte presença de investidores institucionais, principalmente fundos de pensão, seguradoras e fundos *hedge*.

Por outro lado, o Reino Unido apresenta diferenças marcantes na temática da governança corporativa em relação aos Estados Unidos, a começar pela questão da regulação *vs.* autorregulação. Enquanto os Estados Unidos avançaram nas exigências de governança por meio de leis como a *Sarbanes-Oxley* e regras da SEC (*Securities and Exchange Commission*),³¹ o Reino Unido apostou em um caminho diferente, baseado na autorregulação por meio da elaboração de códigos de governança por representantes de mercado. Assim, na medida em que foram identificados problemas de governança no país, adotou-se geralmente o seguinte roteiro para sua solução: i) definição de uma comissão composta por representantes de diversas entidades a fim de estudar o assunto a fundo; ii) elaboração de um documento inicial pela comissão para consulta pública; iii) recebimento de comentários e sugestões dos agentes de mercado, com debates sobre os principais pontos; iv) apresentação da versão definitiva do código de governança em questão; e v) adoção do princípio do “pratique ou explique” (*comply or explain*)³² em relação ao código de governança, exigindo explicação clara e periódica das companhias em relação às eventuais não conformidades relativas às práticas recomendadas. A filosofia adotada no Reino Unido, portanto, não obriga todas as empresas a seguirem todas as práticas de governança recomendadas, mas exige que elas expliquem claramente os motivos da não adoção das recomendações em seus relatórios públicos. Logo, se baseia em princípios flexíveis em vez de uma “receita de bolo”.³³

Como resultado dessa abordagem, foram elaborados diversos códigos de governança no país desde o início da década de 1990, incluindo o primeiro do mundo, o *Cadbury Report* de 1992. A Tabela 6.3 apresenta os principais códigos do Reino Unido:

#	CÓDIGO DE GOVERNANÇA	ANO	OBSERVAÇÃO
1	Cadbury Report ³⁴	1992	Foco na composição e no funcionamento do conselho de administração, auditorias, e relatórios financeiros.
2	Greenbury Report	1995	Foco na remuneração dos conselheiros e no comitê de remuneração do conselho.
3	Hampel Report ³⁵	1998	Consolidação e atualização dos códigos anteriores. Primeiro código a reconhecer a governança corporativa como forma de assegurar a prestação de contas e a rentabilidade do negócio.

#	CÓDIGO DE GOVERNANÇA	ANO	OBSERVAÇÃO
4	Original Combined Code	1998	<i>Hampel Report</i> após consulta pública, alterações e incorporação às regras listagem da bolsa de Londres (LSE). Adoção do princípio do "pratique ou explique" (<i>comply or explain</i>).
5	Turnbull Report	1999	Foco nos controles internos, como forma de assegurar relatórios financeiros de qualidade.
6	Higgs Report	2003	Foco na revisão do papel e da efetividade dos conselheiros externos.
7	Smith Report	2003	Foco no papel e nas atividades do comitê de auditoria, incluindo papel da auditoria independente.
8	Tyson Report	2003	Foco no recrutamento e treinamento dos conselheiros externos
9	New Combined Code	2003	Primeira atualização do principal código britânico. Inclui recomendações dos relatórios <i>Turnbull</i> , <i>Higgs</i> e <i>Smith</i> .
10	Nova versão <i>New Combined Code</i>	2008	Segunda atualização do principal código britânico. Apresenta novas seções participação dos acionistas nas assembleias por meio de procurações, além de permitir ao presidente do conselho ser membro do comitê de auditoria ou de remuneração, desde que seja independente.
11	Walker Review of Corporate Governance of UK Banking Industry ³⁶	2009	Foco em instituições financeiras, particularmente na gestão de riscos por parte dos conselhos, composição e funcionamento dos comitês e participação dos investidores institucionais.

■ Tabela 6.3 – Evolução dos códigos de governança no Reino Unido.

Outra diferença marcante do sistema britânico diz respeito à liderança e composição dos conselhos de administração. Enquanto nos Estados Unidos a maioria das grandes companhias ainda apresenta a mesma pessoa ocupando simultaneamente os cargos de presidente do conselho e diretor-presidente, no Reino Unido essa prática é virtualmente inexistente, com a presença de conselheiros independentes geralmente atuando como presidentes do órgão. Por outro lado, enquanto nos Estados Unidos apenas o CEO geralmente participa do conselho de administração,³⁷ no Reino Unido há uma proporção maior de diretores nos conselhos,

porém, sempre em minoria em relação aos conselheiros externos. Um resumo das principais características de governança corporativa no ambiente britânico é apresentado na Tabela 6.4:

GOVERNANÇA CORPORATIVA NO REINO UNIDO PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	
Estrutura de propriedade das empresas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estrutura de propriedade dispersa nas companhias listadas, de forma similar aos Estados Unidos (cerca de 2/3 das companhias listadas sem acionista ou bloco de acionistas com mais de 20% das ações);³⁸ ▪ Predominância do problema de agência clássico: acionistas vs. executivos.
Ativismo dos investidores institucionais	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Papel muito relevante dos investidores institucionais (detentores de cerca de 60% das ações da LSE); ▪ Fundos de pensão detentores de cerca de 1/3 do total de ações das companhias abertas e seguradoras detentoras de cerca de 20% das ações das empresas listadas na bolsa de Londres;³⁹ ▪ Ativismo crescente por parte dos investidores institucionais, principalmente por entidades como ABI (<i>Association of British Insurers</i>),⁴⁰ NAPF (<i>National Association of Pension Funds</i>)⁴¹ e ativistas, como o fundo Hermes.⁴²
Estrutura e funcionamento dos conselhos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Conselhos com cerca de metade de conselheiros independentes, porém com proporção significativa de executivos (média de cinco conselheiros externos e quatro conselheiros internos nas maiores empresas); ▪ Maior atuação conjunta do conselho com diretoria, em uma abordagem mais colaborativa e menos confrontacionista; ▪ Conselhos com três comitês, todos compostos exclusivamente por conselheiros independentes: auditoria, remuneração e nomeação.
Cargos de presidente do conselho (<i>Chairman</i>) e CEO	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Completa separação dos cargos de presidente do conselho e diretor-presidente; ▪ Maioria dos cargos de presidente do conselho ocupada por conselheiros independentes.

■ Tabela 6.4 – Principais características de governança corporativa no Reino Unido.

6.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ALEMANHA

O modelo de governança alemão contrasta fortemente com o modelo vigente nos países anglo-saxões. Especificamente, três características do sistema alemão merecem destaque:

- A função objetivo das companhias segue a abordagem de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, inclusive por determinação legal (Lei da Codeterminação de 1972);⁴³
- A alta gestão das companhias abertas (AGs)⁴⁴ é realizada por meio de dois conselhos (*two-tier boards*):⁴⁵
 - Conselho supervisor (*Aufsichtsrat*), instância máxima da companhia, composto por representantes de acionistas e funcionários;
 - Conselho gestor (*Vorstand*), responsável pela operação diária da companhia, eleito pelo Conselho Supervisor;
- O mercado de ações possui um papel limitado no financiamento do crescimento das companhias, com maior desenvolvimento do mercado de crédito e forte presença dos bancos nas empresas.⁴⁶

Além dessas características marcantes, o ambiente empresarial alemão é caracterizado por uma concentração acionária bem superior à dos países anglo-saxões. Em uma análise de 402 companhias alemãs de grande porte, Zhang et al. (2008) constataram que o maior acionista detém em média 59,7% do total do controle das empresas,⁴⁷ contra apenas 8,5% das empresas listadas na Bolsa de Nova York. Já Gadhoun et al. (2005), após analisarem 416 companhias abertas alemãs, observaram que apenas 12% não possuem um acionista com mais de 20% do total de ações. Raramente, portanto, uma companhia alemã não possui um bloco de controle definido.

A estrutura de governança depende fundamentalmente da forma de constituição legal das companhias. Existem duas possibilidades: constituição como empresas de responsabilidade limitada (GmbHs)⁴⁸ ou como corporações com ações (AGs). A grande maioria das empresas alemãs é incorporada sob a forma de GmbH. Todas as AGs e as GmbHs de grande porte (mais de 500 empregados) devem possuir os dois conselhos (supervisor e gestor), e nenhuma pessoa pode ocupar cargos em ambos os conselhos simultaneamente. Para a GmbHs com menos de 500 funcionários, a Lei é bem mais simples, exigindo apenas um grupo de diretores executivos responsáveis pela tomada de decisões e prestação de contas diretamente aos sócios.⁴⁹

O conselho supervisor (*Aufsichtsrat*) possui um papel fundamentalmente de monitoramento da alta gestão, envolvendo-se apenas em decisões-chave da companhia. De forma resumida, o órgão possui duas atribuições principais:

- Nomear, supervisionar, definir a remuneração, aconselhar e, quando necessário, demitir os membros do conselho de gestão;
- Garantir a integridade e precisão das demonstrações financeiras da companhia.

Em relação à composição, o conselho supervisor não pode ter mais do que dois antigos membros do conselho de gestão da própria empresa. Nas empresas de grande porte, em geral é composto por 20 pessoas, com reuniões trimestrais e mandatos de quatro anos para seus membros. Nas GmbHs com mais de 500 funcionários e nas empresas de capital aberto (AGs) com menos de 2.000 funcionários, os acionistas elegem 2/3 dos membros do conselho supervisor, enquanto os empregados têm o direito de eleger o restante. Já nas AGs com mais de 2.000 funcionários, tanto os acionistas quanto os empregados têm direito de eleger o mesmo número de membros. Assim, um conselho supervisor típico de uma grande companhia possui 20 pessoas, sendo dez representantes de acionistas e dez representantes dos empregados.⁵⁰ Em caso de empate nas deliberações do conselho supervisor, o presidente do conselho (eleito pelos acionistas) possui o voto de minerva.⁵¹

O conselho gestor (*Vorstand*) é responsável pela gestão diária das operações da empresa, reportando-se ao conselho supervisor.⁵² Geralmente é composto por 5 a 10 membros, eleitos para mandatos de cinco anos (máximo permitido por Lei). Um aspecto diferencia o conselho gestor da conhecida “diretoria executiva”, presente nas companhias brasileiras e anglo-saxãs. Enquanto a diretoria executiva possui um diretor-presidente com ascendência sobre os demais diretores (conforme ilustrado pelos poderosos CEOs norte-americanos), a Lei alemã confere ao *Vorstand* poderes apenas como órgão, devendo agir de forma coletiva e colegiada.⁵³ A Lei alemã permite, porém não exige, a presença de um líder ou presidente entre os membros do conselho gestor.⁵⁴ Não existe nem mesmo uma designação oficial para tal líder, que geralmente é denominado porta-voz (*speaker*)⁵⁵ da companhia, sendo responsável pela coordenação dos trabalhos. Logo, todos os membros do conselho gestor são responsáveis de forma conjunta e igualitária pela gestão da empresa e por prejuízos causados à mesma, não havendo ascendência legal de um diretor sobre o outro.⁵⁶ Cada diretor tem direito a um voto e, como todos são responsáveis pessoalmente por problemas na gestão da empresa (inclusive por aqueles ocorridos em áreas distantes de sua esfera imediata de atuação), o resultado é que há uma busca sistemática pelo consenso⁵⁷ (com impacto obviamente negativo na agilidade do processo decisório). Outro aspecto importante a ser destacado é que o conselho gestor é responsável legalmente pela definição do planejamento estratégico da companhia, diferentemente dos modelos brasileiro e norte-

americano, em que o conselho de administração é responsável por fixar a orientação geral dos negócios. Por fim, nas AGs de grande porte, um membro do conselho gestor deve obrigatoriamente se dedicar às questões trabalhistas e de recursos humanos.

O modelo de governança alemão, portanto, é baseado na premissa de que o objetivo da empresa é atender o interesse de todas as partes interessadas (*stakeholders*) e da sociedade como um todo. Entretanto, essa visão claramente diverge da grande maioria dos investidores internacionais, que preferem alocar recursos em empresas que adotam como princípio a busca pela maximização do seu resultado de longo prazo (veja o quadro a seguir). Como resultado, o modelo alemão de codeterminação e de participação dos empregados na instância máxima das companhias tem sido colocado em dúvida mesmo dentro da Alemanha. Conforme observado por Gerhard Cromme, presidente da comissão que lançou o Código de Governança alemão em 2002:⁵⁸ “Todos os agentes de mercado devem se perguntar se a codeterminação alemã, cujas raízes conceituais datam de mais de trinta anos atrás, ainda se adéqua ao ambiente atual de estruturas globais, restrições internacionais e regulações estritas de mercados de capitais. Outros países não consideram as práticas de codeterminação alemãs como um ponto positivo para a escolha da Alemanha como um local para se montar negócios”.⁵⁹

O modelo de governança alemão passou a ser ainda mais questionado após os problemas corporativos envolvendo conflito de interesses e pagamento de propinas noticiados na Volkswagen e na Siemens ao final de 2008 (veja o quadro nas páginas 136-137). Outro ponto colocado em dúvida no modelo alemão é o sistema de decisões colegiadas no conselho gestor, que tende a provocar lentidão e cautela excessiva nas decisões. A fim de agilizar o processo decisório, diversas grandes empresas, principalmente as com operações internacionais, passaram a ter na prática um CEO “extraoficial”, nos moldes dos países anglo-saxões. Em resumo, à medida que as empresas alemãs passaram a listar suas ações em outros mercados (principalmente via ADRs) e a receber aporte de investidores internacionais, cada vez mais tendem a se adequar ao modelo de governança mais comum, com a presença de um executivo principal e com decisões visando maximizar seu resultado de longo prazo.

Ativistas conseguem importante vitória na Alemanha

A influência de investidores institucionais ativistas na tomada de algumas decisões corporativas é algo relativamente comum nos Estados Unidos e na Inglaterra, porém raro nos países da Europa Continental, principalmente na Alemanha. O caso da TUI, maior empresa europeia de viagens, descrito na edição de 19 de março de 2008 da revista inglesa *The Economist*, mostra que o cenário pode estar mudando.

Desde 1994, a companhia é presidida por Michael Frenzel. Há alguns anos, o CEO montou uma estratégia de “dois pilares”, baseada em operações na área de turismo e transporte marítimo por contêineres. Para ele, o transporte marítimo oferece uma proteção natural contra a volátil indústria de turismo.

Muitos investidores, entretanto, acreditam que as empresas valeriam bem mais se fossem cindidas, com a venda da divisão de transporte Hapag-Lloyd. John Fredriksen, magnata norueguês da indústria de transportes marítimos e um dos maiores acionistas individuais da TUI, e Guy Wyser-Pratte, investidor norte-americano, exigiram a separação da Hapag-Lloyd do resto da firma, alegando ter o apoio necessário de outros investidores.

Entre uma disputa com os acionistas na assembleia geral da empresa, realizada em 7 de maio, e a desistência de sua estratégia de “dois pilares”, Frenzel optou pela segunda alternativa. A concessão foi uma rara vitória para os detentores de ações de uma companhia alemã e pode simbolizar uma mudança de atitude dos acionistas, principalmente estrangeiros.

Do outro lado, o mundo corporativo alemão reage. Para fortalecer suas defesas, as grandes companhias vêm pressionando o governo alemão e o órgão regulador do país — denominado BaFin — por uma definição mais concreta do termo “ação orquestrada”, presente na lei sobre aquisições hostis (*takeovers*) do país. A cláusula da lei estipula que os acionistas representantes de mais de 30% do direito de voto que realizarem “ações orquestradas” serão obrigados a realizar uma oferta de aquisição de todos os papéis em circulação da companhia.

Fonte: revista Capital Aberto, ano 5, n. 56, abr. 2008. Coluna Governança Corporativa: “Investidores obtêm vitória marcante na Alemanha”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Recentes problemas de governança na Alemanha: o caso Siemens

A Siemens, maior empresa de engenharia da Europa, concordou em pagar cerca de US\$ 800 milhões nos Estados Unidos e US\$ 540 milhões na Alemanha para arquivar um caso de corrupção envolvendo agentes públicos em países em desenvolvimento para obtenção de contratos. Segundo a agência Bloomberg, os promotores acusaram a companhia de desembolsar em torno de US\$ 1,4 bilhão em propinas durante anos para

funcionários e políticos de diversos países, inclusive negociações de contratos de transporte na Venezuela, redes de telefonia celular em Bangladesh, plantas de energia em Israel e sistemas de controle de tráfico na Rússia, dentre outros.

Com o acordo assinado em 15 de dezembro de 2009, a empresa não irá a julgamento. De acordo com o *press release* da companhia, os promotores aceitaram o pagamento de multas por falhas na supervisão das operações da empresa. Porém, as investigações contra os antigos membros do Conselho Gestor e outros funcionários permanecerão inalteradas.

O escândalo das propinas, divulgado em novembro de 2006, levou a investigações em mais de dez países. O novo CEO da companhia, Peter Loescher, contratado em julho de 2007 com o objetivo de resolver o problema, já havia separado 1 bilhão de euros para cobrir as eventuais despesas com multas nos Estados Unidos e na Alemanha. Além disso, Loescher substituiu metade dos 100 principais executivos da companhia e contratou um renomado escritório de advocacia de Nova York para realizar a maior investigação privada desse tipo já registrada — a um custo de US\$ 280 milhões para os acionistas da companhia.

A especialista Ellen Podgor, em entrevista à revista *The Economist*, declarou que a Siemens contratou voluntariamente o escritório não tanto para minimizar as multas, mas, principalmente, para obter alguma leniência dos promotores. Dessa forma, esperava evitar ser proibida de realizar negócios com o governo norte-americano. Até 15 de dezembro de 2008, a empresa havia perdido cerca 55% do valor de mercado, reduzindo-se a US\$ 61 bilhões.

Fonte: revista *Capital Aberto*, ano 6, n. 65, jan. 2009. Coluna Governança Corporativa: “Siemens paga multa bilionária por escândalo de corrupção”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

6.5 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NA FRANÇA

Historicamente, o Estado francês sempre ocupou papel central nas atividades econômicas do país. Como resultado, o governo atuou como acionista majoritário de grandes corporações francesas ao longo do século XX.⁶⁰ Além da propriedade estatal, o controle familiar e a alta concentração acionária também caracterizaram o ambiente corporativo francês. A onda de privatizações ocorrida nos anos 1990 diminuiu sensivelmente a atuação do Estado no ambiente empre-

sarial, aumentando a atividade no mercado de ações e fomentando a adoção de melhores práticas de governança a fim de satisfazer as demandas de investidores institucionais estrangeiros.

Em relação à estrutura de governança de suas empresas, a França é um país muito peculiar. Coexistem dois sistemas de governança, denominados Sistemas I e II.⁶¹ O Sistema I é o mais comum, sendo caracterizado por um único conselho de administração e pela presença de um líder da organização que geralmente combina os cargos de presidente do conselho e diretor executivo, denominado *Président Directeur Général* (PDG). O Sistema II foi uma alternativa criada pelo governo nos anos 1960, inspirada pelo modelo alemão. Nesse sistema, utilizado apenas por cerca de 5% das empresas, existem dois conselhos, o Conselho de Administração (*Conseil de Surveillance*) e o Conselho Gestor (*le Directoire*).

Com o objetivo de aproximar a governança corporativa francesa aos padrões internacionais, foi elaborado em 1995 um relatório denominado Relatório Vienot,⁶² em homenagem ao líder da comissão e PDG do Banco Societé Generale, Marc Vienot. Esse relatório foi aprimorado em 1999.⁶³ Os relatórios Vienot são considerados os marcos iniciais no debate sobre GC na França. Em conjunto com o Relatório Bouton de 2002,⁶⁴ serviram como base para o primeiro código de governança oficial do país, lançado em 2003 e atualizado em 2008.⁶⁵ Assim como no Reino Unido e na Alemanha, os princípios de governança da França não constituem um conjunto rígido de regras, e o país também adota a abordagem do “pratique ou explique”. Segundo Marsal (2009), a adoção dos princípios franceses deve ser entendida dentro de um panorama de convergência crescente nos padrões de governança entre os países da União Europeia. O autor destaca ainda que, embora o código de governança francês não tenha adoção obrigatória, diversas práticas recomendadas foram incorporadas ao longo dos anos na legislação do país, como por exemplo a possibilidade de separação dos cargos de PDG e presidente do conselho de administração em 2001.

Nos últimos anos, o ativismo societário por parte de investidores institucionais tem crescido fortemente na França (veja o quadro das páginas 139-140). Outro tema polêmico no país é a questão da remuneração dos executivos, vista por grande parte da opinião pública como excessiva e desvinculada do desempenho das companhias. A Tabela 6.5 apresenta algumas das principais características do modelo de governança francês.

GOVERNANÇA CORPORATIVA NA FRANÇA PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	
Estrutura de propriedade das empresas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Presença marcante do Estado, que ainda atua como acionista de cerca 1.500 companhias (embora a participação estatal seja decrescente em função das privatizações); ▪ Estrutura de propriedade concentrada, com presença de um grande acionista ou bloco de controle familiar (apenas 16,5% das 516 maiores companhias listadas do país não possuem um acionista com mais de 20% das ações);⁶⁶ ▪ Fuga do princípio uma ação – um voto em boa parte das empresas, principalmente por meio da emissão de ações com múltiplos direitos de votos.
Estrutura e funcionamento dos conselhos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Conselhos com 3 a 18 membros (faixa definida por Lei); ▪ Alto nível de entrelaçamento (<i>interlocking</i>) entre os conselhos de administração, com pessoas participando simultaneamente de diversas empresas; ▪ Mínimo de 2/3 de conselheiros externos (não executivos) definido por Lei; ▪ Conselheiros com limite de participação em no máximo cinco conselhos de companhias abertas simultaneamente; ▪ Desde 2001, uma nova lei permitiu que os cargos de CEO e <i>chairman</i> fossem ocupados por pessoas diferentes nas empresas com conselho unitário.

■ Tabela 6.5 – Principais características de governança corporativa na França.

Ativismo societário em alta na França

A agência de serviços em governança corporativa RiskMetrics divulgou os resultados da temporada de assembleias de 2008 na França. Dois temas se destacaram: a remuneração dos executivos e a maior pressão por parte dos investidores ativistas, principalmente na busca por assentos nos conselhos de administração.

Em relação à remuneração, entrou em vigor uma Lei que, entre outras coisas, visa limitar as grandes indenizações dos altos executivos no caso de demissões ou rescisões. A Lei, conhecida como TEPa (*Loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat* – Lei em favor do trabalho, emprego e do poder de compra), exige que, a partir de 2008, toda a remuneração paga aos executivos como indenização por demissões seja baseada em medidas

objetivas de desempenho, a serem aferidas pelos conselhos de administração. Além disso, tais métricas de desempenho deverão ser obrigatoriamente aprovadas pelos acionistas.

De acordo com a RiskMetrics, 11 de 17 empresas do CAC 40 (índice composto pelas maiores companhias francesas) já submeteram propostas aos acionistas limitando os benefícios em caso de saída dos executivos a um valor máximo de duas vezes a remuneração anual do executivo.

Em relação ao segundo tema, as companhias francesas enfrentaram em 2008 uma pressão muito maior por parte dos investidores ativistas, principalmente fundos de investimento britânicos e norte-americanos. De acordo com a Riskmetrics, muitos inclusive conseguiram assentos nos conselhos de grandes empresas, como Saint-Gobain e Valeo. Ademais, muitas empresas fizeram acordos com os ativistas a fim de evitar disputas por procurações (*proxy fights*). Os investidores franceses de pequeno porte comemoraram a atuação dos ativistas. De acordo com Colette Neuville, presidente da associação de defesa dos acionistas minoritários em entrevista ao *website* da RiskMetrics: “Os executivos se acostumaram a dirigir as companhias sem prestar contas. Os investidores ativistas rompem este hábito”.

Fonte: Revista Capital Aberto, ano 5, n. 60, ago. 2008. Coluna Governança Corporativa: “Remuneração e ativismo marcam assembleias na França”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Remuneração de executivos: um tema polêmico na França

Uma pesquisa sobre remuneração de altos executivos realizada pela empresa Hay Group com as 50 maiores companhias europeias mostrou resultados surpreendentes. Diferentemente de pesquisas anteriores que apontavam uma remuneração bem maior dos altos executivos do Reino Unido, o estudo mostrou que os CEOs franceses são os mais bem pagos das grandes empresas do continente, com remuneração total média de € 5,9 milhões em 2007. Os CEOs britânicos vieram em segundo lugar, com remuneração total média de € 5,85 milhões.

A remuneração total analisada inclui salário-base, bônus por alcance de metas, planos de ações e de opções de ações. De acordo com a pesquisa, a elevada remuneração dos CEOs franceses deveu-se principalmente ao significativo aumento dos incentivos variáveis na forma de ações e opções e à

baixa utilização de parâmetros para avaliação de desempenho relativamente. Enquanto os incentivos de longo prazo representaram em média 1,2 vezes a remuneração básica anual dos executivos europeus, na França os planos de longo prazo representaram 2,7 vezes.

Como outros resultados, os CEOs britânicos apresentaram a maior remuneração de salário-base, na ordem de € 1,4 milhão em média. Os presidentes de conselhos não executivos do Reino Unido também foram os mais bem pagos, com uma remuneração anual média de € 740.000.

Em linha com o senso comum e com pesquisas anteriores, os CEOs da Alemanha foram os que apresentaram a menor remuneração total do continente (junto com os CEOs holandeses), principalmente no aspecto da remuneração variável com ações e outros incentivos de longo prazo. Por outro lado, os CEOs alemães receberam os maiores bônus relacionados a metas de curto prazo da região.

O estudo mostrou ainda que os CEOs europeus recebem remunerações muito aquém de seus pares americanos. Em média, os CEOs de grandes empresas americanas receberam € 13 milhões de remuneração total em 2007, 2,5 vezes a remuneração dos CEOs europeus. Isso deve-se aos planos de ações e opções de ações, já que o salário-base dos CEOs europeus (€ 1,3 milhão) se mostrou 20% superior ao dos CEOs norte-americanos.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 5, n. 55, mar. 2008. Coluna Governança Corporativa: “CEOs na França são os mais bem pagos de toda a Europa”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

6.6 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO JAPÃO

O modelo de governança japonês pode ser considerado um híbrido dos sistemas dos acionistas como *insiders* e *outsiders*. Por um lado, seu mercado de ações é razoavelmente bem desenvolvido (2.390 companhias listadas na Bolsa de Tóquio no final de 2008), e os executivos geralmente possuem grande poder *vis-à-vis* os acionistas. Por outro, os bancos são a principal fonte de recursos, exercendo o papel de financiadores de grandes conglomerados.

Para entender a governança corporativa no país, é preciso analisar o contexto histórico do Japão pós Segunda Guerra Mundial. Terminada a guerra, reforçou-se a ideia de que as empresas deveriam ser vistas como instituições sociais dedicadas a contribuir para a reconstrução do país e promover maior coesão social. Logo, deveriam ter como objetivo primordial equilibrar os interesses dos *stakeholders*. A visão social e coletiva

do papel da empresa traduziu-se em uma espécie de pacto social com sindicatos, que passaram a ser altamente cooperativos com as companhias. Em troca, as empresas passaram a oferecer empregos vitalícios aos funcionários, com a remuneração e a ascensão profissional se baseando na idade em vez do desempenho (princípio da senioridade).

Essa abordagem colaborativa (e não competitiva) se estendeu para fora das empresas, por meio de participações acionárias cruzadas entre diversas empresas de uma determinada cadeia produtiva, incluindo os bancos que financiavam tais companhias. Gerou-se então os *keiretsu*, grandes conglomerados empresariais unidos por meio de participações cruzadas, característica marcante do modelo japonês. Essas complexas teias societárias tornaram praticamente impossível a presença de um mercado ativo de aquisições hostis, bem como diminuíram sensivelmente a probabilidade de sucesso de uma nova empresa em determinada cadeia produtiva, minimizando a competição.⁶⁷

O modelo de colaboração e confiança mútua entre executivos, empregados, credores, fornecedores e clientes com base no tripé “*stakeholders, keiretsu* e foco em receita como objetivo-chave”⁶⁸ teve muito sucesso no até final dos anos 1980. Entretanto, sua rigidez, aliada às mudanças demográficas (com o maior envelhecimento da população), aumento da riqueza dos japoneses (com impactos sobre o custo de vida e salários) e maior competição internacional fizeram com que suas vantagens virassem desvantagens, com impactos negativos para a economia japonesa. Do ponto de vista da governança corporativa, a crescente presença de investidores estrangeiros como acionistas aumentou a pressão por maior rentabilidade nas companhias, o que tem acarretado diversas mudanças no ambiente corporativo.

O resultado foi a emergência de um modelo híbrido a partir do início década de 2000, com elementos do antigo modelo japonês misturados a elementos do modelo capitalista anglo-saxão. Houve, por exemplo, mudança na lei societária japonesa, visando permitir elementos do modelo anglo-saxão, como a instituição de comitês de auditoria. Além disso, as empresas passaram a introduzir práticas “importadas”, como remuneração atrelada a desempenho, planos de opções de ações, contratação de executivos seniores, busca por conselheiros externos e tomada de decisões tendo como foco a criação de valor para os acionistas. Muitas teias societárias foram desfeitas, levando à reestruturação societária de diversas empresas. Muitos bancos também se desfizeram de suas participações acionárias, dentro do processo de recapitalização das instituições financeiras decorrente da crise dos anos 1990.

Entretanto, esse processo foi interrompido com o surgimento de problemas nos mercados ocidentais (bolha da Internet, escândalos corporativos etc.), bem com a saída da recessão do Japão no início da década de 2000 (diminuindo o ímpeto por mudanças). De fato, houve inclusive algum retrocesso, conforme evidenciado pela crescente adoção de *poison pills* no país e reforço de alguns *keiretsu* a partir de 2005 (veja o quadro da página 144). O início da década de 2010 é visto como um momento de encruzilhada entre o novo modelo de negócios (mais “ocidental” e

orientado para os acionistas) e o antigo (mais orientado aos parceiros comerciais tradicionais e *stakeholders*). Recentes tentativas de aquisições hostis (*takeovers*) e maior ativismo de alguns investidores institucionais têm reforçado a discussão sobre o choque de modelos, com consequências ainda em aberto. A Tabela 6.6 apresenta as principais características de governança corporativa no Japão.

GOVERNANÇA CORPORATIVA NO JAPÃO PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	
Estrutura de propriedade das empresas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Presença ainda relevante dos <i>keiretsu</i>, participações societárias cruzadas entre diversas empresas e bancos (cerca de 20% da capitalização de mercado em 2008, contra 50% em 1990);⁶⁹ ▪ Dificuldade para exercício de maior ativismo por parte os investidores (ex. 143 das 225 empresas do índice Nikkei realizaram suas AGOs no mesmo dia em 2002, dificultando o voto em diferentes assembleias); ▪ Forte adoção <i>poison pills</i> após 2004, como resposta ao maior ativismo de alguns fundos e mudanças na Lei visando facilitar aquisições hostis.⁷⁰
Estrutura e funcionamento dos conselhos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Conselho típico nas empresas japonesas composto quase que exclusivamente por executivos da companhia, indicados como recompensa por serviços prestados; ▪ Por outro lado, aumento nos últimos anos da proporção de conselheiros externos, geralmente representantes de acionistas controladores; ▪ Tamanho dos conselhos diminuindo fortemente nos últimos anos, com média de 15 membros em 2003 (contra cerca de 30 a 40 membros no início dos anos 1990); ▪ CEO quase sempre como o homem forte do conselho (responsável pela seleção dos novos conselheiros, com mais poderes de fato do que o presidente do conselho); ▪ Ausência quase completa de comitês nos conselhos de administração (apenas 7 entre as 225 do índice Nikkei em 2003 possuíam comitês instalados); ▪ Conselho tradicionalmente com funções quase que cerimoniais. Nos últimos anos, tendência de mudança rumo a uma maior atividade do órgão.
Tendências recentes de governança corporativa	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Menor presença de bancos como acionistas, com maior participação de pessoas físicas e investidores institucionais; ▪ Crescente foco no desempenho do negócio e na geração de valor para os acionistas como função-objetivo das empresas.

■ Tabela 6.6 – Principais características de governança corporativa no Japão.

Poison pills e tentativas de aquisições hostis no Japão – o caso da Bull-Dog Sauce

Uma tentativa de aquisição hostil de uma empresa japonesa por um fundo *hedge* norte-americano colocou em evidência a discussão sobre a validade das *poison pills* no Japão. Em 8 de agosto de 2007, o fundo *hedge* norte-americano Steel Partners perdeu seu último recurso na Suprema Corte japonesa contra um mecanismo de defesa lançado pela empresa Bull-Dog Sauce após sua tentativa de aquisição hostil de US\$ 264 milhões lançada em maio.

O fundo tentou reverter uma decisão inicial de uma corte de instância inferior que permitiu à Bull-Dog emitir novas ações apenas para outros investidores, diluindo a participação acionária da Steel Partners na empresa de 10,5% para menos de 3%. Assim, a *poison pill* da companhia envolveu a emissão de novas ações para todos os acionistas, com exceção apenas do Steel Partners, que seria forçado a receber dinheiro em vez de ações.

A medida defensiva foi criticada por não tratar os acionistas igualmente, violando o princípio da equidade das boas práticas de governança. A Suprema Corte rejeitou o pedido de reconsideração do fundo *hedge*, alegando que a *poison pill* era válida por ter sido aprovada por mais de 80% dos acionistas na assembleia geral da companhia em Junho. O fundo norte-americano nunca obteve a confiança dos demais acionistas, que preferiram apoiar os executivos, aceitando o argumento de que a Steel Partners não tinha um plano de negócios viável para a companhia.

Além disso, a corte rotulou a Steel Partners como “adquirente abusivo”, com foco exclusivamente nos ganhos de curto prazo. O fundo rejeitou o rótulo, informando ter planos para investimentos de longo prazo na companhia. O preço das ações da Bull-Dog despencou para cerca de US\$ 5,2 após o anúncio da corte japonesa. Em junho, logo após a oferta da Steel Partners, as ações chegaram a ser cotadas em US\$ 14,1. Ademais, a Bull-Dog também deverá fazer um pagamento de cerca de US\$ 19 milhões para a Steel Partners como compensação por diluir sua participação acionária, algo significativo para uma empresa com apenas US\$ 4,5 milhões de lucro no último ano.

De acordo com o *Financial Times*, mais de 300 empresas japonesas já adotaram *poison pills*, e muitas aumentaram suas participações cruzadas em outras companhias como forma de dificultar a aquisição do seu controle.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 5, n. 49, set. 2007. Coluna Governança Corporativa: “Justiça e governo divergem sobre poison pills no Japão”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Ativismo no Japão – o caso da Steel Partners

O fundo hedge Steel Partners, sediado em São Francisco e com mais de US\$ 2 bilhões de dólares sob gestão, conseguiu uma vitória histórica no Japão: a rejeição da reeleição de sete conselheiros de administração (incluindo o presidente do conselho e o atual CEO da companhia) em uma assembleia de acionistas. O fato ocorreu na Aderans Holdings, a maior e mais tradicional companhia japonesa do inusitado setor de fabricação de perucas.

O evento é considerado épico por ter sido a primeira vez que um investidor estrangeiro teve sucesso na remoção de administradores por mau desempenho no Japão. De acordo com Hidehiro Utsumi, sócio do escritório Allen & Overy LLP em Tóquio em entrevista à agência Bloomberg News, “Daqui em diante as empresas japonesas irão prestar atenção aos seus acionistas”.

De acordo com a revista *Forbes*, entretanto, o caso da Aderans não pode ser considerado representativo do ambiente corporativo japonês. É que, diferentemente da maioria das empresas do país, mais de 50% de suas ações são de posse de investidores estrangeiros. Contribuiu também o fato da Steel Partners ter 27% das ações da companhia, aumentando seu “poder de fogo” na assembleia.

De acordo com a Steel Partners, a deposição dos conselheiros da Aderans foi resultado do fraco desempenho da companhia nos últimos cinco anos. Como exemplo, o lucro da empresa apresentou queda de 90% nos últimos dois anos, de US\$ 58 milhões em 2006 para apenas US\$ 5,6 milhões em 2007. Além disso, a companhia perdeu 40% do seu valor de mercado no ano anterior.

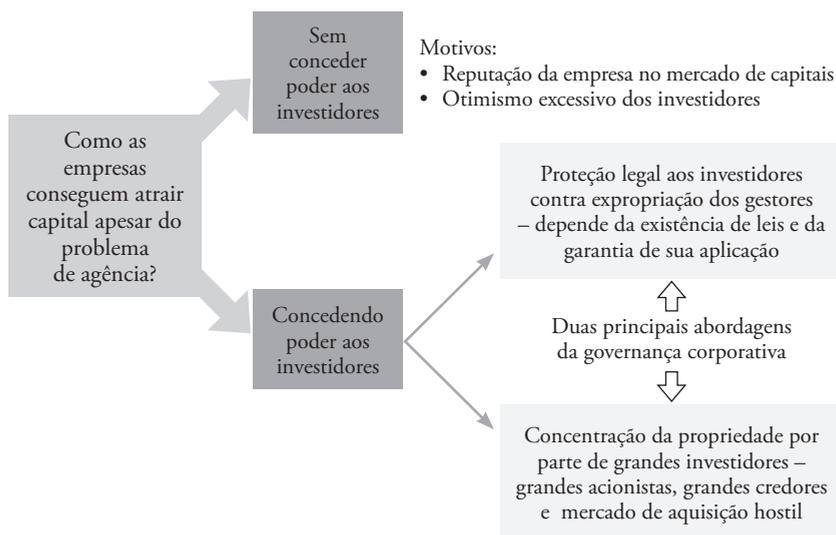
Após a decisão inédita de remoção dos conselheiros, as ações da companhia dispararam, com uma valorização de 19% em dois dias, a maior dos últimos oito anos. As ações de outras 30 empresas japonesas com participação acionária da Steel Partners também se valorizaram, sinalizando a expectativa de novas conquistas por parte dos investidores ativistas. Yoshinori Nagano, estrategista chefe da Daiwa Asset Management, afirmou à agência Reuters que “este evento pode ser um catalisador de grandes mudanças”.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 5, n. 58, jun. 2008. Coluna Governança Corporativa: “Ativista obtém vitória histórica em assembleia no Japão”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

6.7 COMPARAÇÃO ENTRE OS PRINCIPAIS SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Tendo em vista diferentes sistemas de governança presentes no mundo, como podemos compará-los em termos de eficácia na atração de recursos de investidores locais e internacionais? Shleifer e Vishny (1997) descrevem como as empresas conseguem atrair capital apesar dos custos de agência esperados.⁷¹ Segundo os autores, algumas empresas conseguem captar recursos sem dar em troca qualquer poder aos investidores devido apenas à sua reputação no mercado de capitais ou ao otimismo excessivo dos investidores. Essa situação, entretanto, ocorre com poucas empresas e de forma esporádica, de acordo com os ciclos no mercado financeiro. Na maioria das vezes, as empresas têm de conceder poder aos investidores em troca de recursos. Uma das formas de concessão de poder aos investidores seria através de uma efetiva proteção legal contra expropriação dos executivos e acionistas controladores.

Quando da ausência da proteção legal, o mecanismo alternativo seria a concentração da propriedade em grandes investidores, que possuiriam incentivos (por terem muitos recursos alocados) e poder suficientes para mitigar os custos de agência. Logo, uma combinação entre proteção legal aos investidores e certa concentração acionária são elementos essenciais e complementares de um bom sistema de governança corporativa, e a chave para uma comparação entre os sistemas de governança. As formas sugeridas por Shleifer e Vishny (1997) pelas quais as empresas podem conseguir financiamento são resumidas na Figura 6.1:



Fonte: Shleifer, A.; Vishny, R.W. "A survey of corporate governance". *The Journal of Finance*, jun. 1997.

Figura 6.1 - Formas pelas quais as empresas conseguem atrair capital.

Os sistemas de governança corporativa mais desenvolvidos possuem uma combinação em diferentes proporções de proteção legal aos investidores e concentração da propriedade. No caso dos Estados Unidos e Reino Unido, um sistema legal garante maior proteção relativa aos acionistas do que aos credores, fomentando o mercado de ações. Nesse caso, grandes investidores são menos frequentes, exceto quando a propriedade é concentrada de forma temporária em processos de aquisição. Já na Alemanha, os credores possuem mais direitos do que nos países anglo-saxões, enquanto os direitos dos acionistas são relativamente mais fracos. Como resultado, o país possui um sistema caracterizado por grandes acionistas (entre os quais os bancos), porém com baixa participação de acionistas de pequeno porte no mercado. O Japão se situa entre os Estados Unidos e a Alemanha no grau de proteção de acionistas e credores, resultando tanto em grandes investidores de longo prazo quanto em um mercado de pequenos investidores desenvolvido. Em suma, Shleifer e Vishny (1997) argumentam que todos esses sistemas possuem méritos, apresentando diferentes combinações de proteção legal aos investidores e certa concentração acionária.

6.8 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO RESTANTE DO MUNDO

Na maior parte do resto do mundo, observam-se historicamente as seguintes características gerais:

- Presença de blocos de controle, com predomínio de empresas sob controle familiar;
- Financiamento por meio de bancos estatais como fator relevante para o investimento das empresas;
- Maior dificuldade para se levantarem recursos junto a investidores externos, com boa parte dos investimentos corporativos sendo financiados com recursos internos;
- “Regras do jogo” deficientes e instáveis;
- Ausência de sistema de leis e *enforcement* que garantam proteção efetiva aos investidores minoritários e credores.

É importante destacar que o processo de internacionalização e integração dos mercados financeiros, acentuado a partir da década de 1990, tem provocado maior pressão por mudanças rumo às melhores práticas de governança em todo o mundo. Assim, companhias de todo o mundo, particularmente de grandes mercados emergentes, têm procurado enquadrar-se a novos paradigmas de governança, de forma

a serem bem vistas junto aos investidores internacionais, detentores dos recursos essenciais aos investimentos para a competitividade empresarial.

Práticas de governança na Europa: a adoção do conceito uma ação – um voto

A equidade de direitos entre os acionistas é considerada um dos princípios universais das boas práticas de governança. A adoção do conceito uma ação – um voto, vinculando o direito político de cada acionista de forma proporcional ao seu interesse econômico na companhia, é considerado um item fundamental para o alcance da equidade, assegurando o chamado “princípio da proporcionalidade”.

Muitas empresas, entretanto, lançam mão de artifícios a fim de aumentar o direito de voto de grandes acionistas ou reduzir a possibilidade de mobilização de grupos de minoritários. Esses artifícios, chamados de “mecanismos para aumento do controle” — CEMs (*control enhancing mechanisms*) — foram alvo de um estudo da *International Shareholder Services* para a Comissão Europeia em 2007.

O trabalho, realizado com 464 companhias abertas, avaliou a proporcionalidade da relação entre propriedade e controle no continente. Ao todo, foram identificados 13 CEMs utilizados pelas companhias europeias, obtendo-se quatro resultados principais: i) 44% das empresas do continente utilizam ao menos um CEM; ii) os CEMs mais comuns são as estruturas piramidais, direitos múltiplos de voto, acordo de acionistas e limite de direitos de voto (27%, 24%, 12%, e 11% das companhias, respectivamente); iii) França, Suécia e Espanha são os países com o maior nível de utilização de CEMs; e iv) as empresas listadas recentemente e de menor porte tendem a apresentar menos CEMs do que as mais antigas e de maior porte (27% contra 52%).

Adicionalmente, o trabalho realizou uma pesquisa junto a 445 grandes investidores institucionais, representantes de € 4,9 trilhões em ativos (13% do total sob gestão na Europa), visando obter suas percepções sobre a utilização de CEMs. Como resultado, 80% esperam um desconto de 10% a 30% no preço das ações de empresas com CEMs, considerados uma má prática de governança.

Entre os CEMs, os mais mal recebidos são as *golden shares*, as ações prioritárias, os múltiplos direitos de voto e os limites ao direito de voto.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 4, n. 47, jul. 2007. Coluna Governança Corporativa: “Artifícios para ampliar poder de voto são comuns na Europa”, Alexandre Di Míceli da Silveira.

QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

- 1) Como podem ser classificados, de forma simplificada, os sistemas de governança dos mercados mais desenvolvidos? Cite algumas características que diferenciam cada sistema.
- 2) Cite algumas características marcantes do modelo de governança norte-americano relativas à estrutura de propriedade das companhias e ao funcionamento e composição dos conselhos de administração. Em sua opinião, quais são os principais aspectos positivos e negativos do modelo de governança norte-americano?
- 3) Cite algumas características marcantes do modelo de governança britânico. Que abordagem o país tem utilizado para elevar o padrão de governança das companhias?
- 4) Quais são as principais semelhanças e diferenças entre o modelo de governança dos Estados Unidos e do Reino Unido? Em sua opinião, que abordagem tem sido mais adequada em termos de regulação?
- 5) Quais são as três características marcantes do modelo de governança alemão? Em sua opinião, quais são as vantagens e desvantagens do seu sistema de governança empresarial?
- 6) Apresente um breve panorama da governança corporativa na França e no Japão. Você acredita que esses sistemas têm sofrido pressões por mudanças nos últimos anos? Em que sentido?
- 7) Como você avalia a qualidade geral dos sistemas de governança dos principais países desenvolvidos? É possível "hierarquizar-los" em função da qualidade de como as companhias são governadas?
- 8) No seu ponto de vista, ocorrerá uma convergência dos sistemas de governança no futuro rumo a um único modelo? Que evidências o levam a pensar dessa forma?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CHARKHAM, Jonathan P. *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*. Nova York: Oxford University Press, 1994.

GADHOUM, Yoser; LANG, Larry H. P.; YOUNG, Leslie S. F. (2005). "Who Controls US?" Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=399801>.

LÓPEZ-ITURRIAGA, Félix J. (Ed.). "Codes of Good Governance Around the World". Hauppauge: Nova Publishers, 2009. Disponível em: https://www.novapublishers.com/catalog/product_info.php?products_id=9245.

MARSAL, Pierre. "Corporate Governance Principles in France". In: LÓPEZ-ITURRIAGA, Félix J. (Ed.). *Codes of Good Governance Around the World*. Hauppauge: Nova Publishers, 2009.

ROTT, Roland. "A Systemic Evaluation of the German Corporate Governance Code: The Battle Between Inconsistency and Persistence". In: LÓPEZ-ITURRIAGA, Félix J. (Ed.). *Codes of Good Governance Around the World*. Hauppauge: Nova Publishers, 2009.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. "A survey of corporate governance". *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, pp. 737-783, 1997.

ZHANG, Chendi; RENNEBOOG, Luc; GOERGEN, Marc. "Do UK Institutional Shareholders Monitor Their Investee Firms?". *Journal of Corporate Law Studies*, v. 8, n. 1, 2008. Disponível em: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1118793>.

¹ A expressão "outsider" deve ser entendida como a atuação dos acionistas fora do dia-a-dia de suas companhias, recebendo apenas informações e dividendos periódicos delas. Em outras palavras, representa a situação na qual a grande maioria dos acionistas não possui relacionamento próximo da alta gestão de suas companhias.

² A expressão "insider", por sua vez, deve ser entendida como a atuação de alguns acionistas (notadamente os de maior porte) junto ao dia-a-dia de suas companhias, geralmente por meio de participação na diretoria executiva e/ou conselho de administração.

³ O sistema de governança corporativa japonês pode ser entendido como um híbrido dos dois sistemas, conforme exposto nas seções a seguir.

⁴ Como toda generalização, há o risco de se incorrer em erros em função das especificidades das companhias. Como exemplo, é possível encontrar companhias diversificadas no sistema de acionistas como *insiders* (ex. GE), ao mesmo tempo em que se observa um ativismo cada vez maior dos investidores institucionais no sistema de acionistas como *insiders*.

⁵ A crise financeira de 2008 ocasionou uma situação atípica no ambiente anglo-saxão: a presença do Estado como acionista relevante de diversas companhias, particularmente instituições finan-

ceiras, seguradoras e, no caso norte-americano, companhias de automóveis. Entretanto, estima-se que tal presença seja transitória, com retorno gradual das ações para investidores privados.

⁶ No termo original “*hostile takeovers*”.

⁷ Fonte: World Federation of Exchanges. Disponível em <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2008/equity-markets/number-listed-companies>

⁸ Fonte: Ranking Global 500 da Revista *Fortune*. Disponível em <http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2009/index.html>

⁹ Deve-se ressaltar que o modelo de governança norte-americano tem sido alvo de inúmeras e crescentes críticas, tendo em vista os diversos problemas empresariais ocorridos ao longo da década de 2000, desde as fraudes contábeis de Enron, Worldcom etc. até a quebra de diversas instituições financeiras no final de 2008.

¹⁰ As Leis norte-americanas dificultam a eleição de conselheiros por parte de acionistas dissidentes da alta gestão das empresas, bem como criam dificuldades para a participação dos acionistas nas decisões acerca de potenciais fusões, aquisições e tomadas de controle. Ambos os temas estão entre as principais queixas dos ativistas pró-melhores práticas de governança do país.

¹¹ *Chief Executive Officers*, executivos principais ou diretores-presidentes das companhias.

¹² Até meados da década de 1980, os conselhos norte-americanos eram constituídos em grande parte pelos próprios executivos da companhia, subordinados hierarquicamente aos CEOs. Eventuais membros externos nos conselhos eram muitas vezes executivos de outras companhias ou pessoas do relacionamento pessoal do CEO, indicados em chapas definidas pelos administradores da companhia. Como exemplo, uma pesquisa realizada com 400 companhias no final da década de 1980 constatou que 63% dos conselheiros externos era composta por CEOs de outras empresas na ocasião (Fonte: *The Economist*, 29 de janeiro de 1990, pp. 84-85. “Bored directors”). Embora o número de executivos nos conselhos tenha diminuído drasticamente nas duas décadas seguintes, muitos ainda questionam a real independência de boa parte dos conselheiros externos, que muitas vezes tendem a possuir laços pessoais estreitos com os executivos principais.

¹³ Carlsson (2001, p. 26). Especificamente, os executivos da Texaco lançaram mão de uma operação denominada *greenmail* após receberem uma oferta de aquisição hostil da rival Chevron na ocasião. De forma simplificada, a operação consiste na oferta de um valor superior ao potencial adquirente (no caso a Chevron) para recompra das ações, de forma que esta desista da tentativa de aquisição hostil. Como a recompra é feita com recursos da própria companhia (muitas vezes já deficitária, sacrificando seu caixa ou induzindo-a a um maior endividamento), essa operação é amplamente reconhecida como prejudicial aos interesses dos acionistas e ao valor da empresa. Outro exemplo de operação de *greenmail* é descrito pela *The Economist* (1985). Fonte: *The Economist*, 16 de fevereiro de 1985, pp. 16-17. “Blackballing greenmailers”.

¹⁴ O Calpers é um fundo de pensão com US\$176,1 bilhões de dólares sob gestão no final de abril de 2009. Cerca de US\$100 bilhões desses recursos são investidos em ações de milhares de empresas nos Estados Unidos e exterior. Mais informações podem ser obtidas em: <http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/facts/investme.pdf>

¹⁵ Na verdade, as *poison pills* norte-americanas (planos que visam diluir a participação acionária de potenciais adquirentes denominados *shareholders rights plans*) são apenas um dos diversos mecanismos empregados para evitar aquisições hostis. Operações de *greenmail*, de venda de ativos valiosos da companhia e de busca por um novo acionista amigável (*white knight*) são outros exemplos de estratégias defensivas.

¹⁶ Para mais informações sobre o CII, vide <http://www.cii.org/about>

¹⁷ Anualmente, o Calpers publica sua “*Focus List*” composta por empresas (geralmente cerca de 10) que apresentaram pior desempenho econômico e em práticas de governança corporativa. Especificamente, a seleção das empresas é feita com base em três critérios: retorno de longo prazo das ações, práticas de governança corporativa e valor econômico adicionado pelo negócio, medido pelo EVA[®]. Essas companhias recebem ampla cobertura na imprensa, pressionando seus executivos a melhorar seu desempenho e governança a fim de evitar prejuízos às suas reputações pessoais.

¹⁸ Entre os casos famosos de substituição de CEOs na ocasião por pressão dos acionistas, destacam-se os ocorridos na GM, IBM e American Express. *Fonte: The Economist*, 6 de fevereiro de 1993, pp. 11. “Getting rid of the boss”.

¹⁹ As companhias norte-americanas são sujeitas a três tipos distintos de regulação; na esfera federal, via SEC (*Securities and Exchange Commission*); na esfera estadual, via Leis do estado onde a companhia é incorporada (a grande maioria das companhias norte-americanas é incorporada no estado de Delaware); e via bolsas de valores, que exigem um conjunto de práticas de governança específicas para listagem.

²⁰ A maior parte dos executivos das companhias envolvidas em escândalos financeiros recebeu penas severas em julgamentos realizados no ano de 2005. Bernard Ebbers, ex-CEO da WorldCom, foi condenado a 25 anos de prisão. Adicionalmente, os conselheiros da Worldcom foram multados em US\$25 milhões, a serem pagos com recursos próprios. John Rigas, fundador da Adelphia e com 85 anos de idade na ocasião, foi condenado a 15 anos de prisão. Na mesma sentença, seu filho Timothy, ex-CFO da companhia, foi condenado a 20 anos. Já o ex-CEO da Tyco, Dennis Kozlowski, foi condenado a 25 anos. O Capítulo 12 detalha alguns dos principais escândalos empresariais norte-americanos do período, com destaque para o caso Enron.

²¹ O problema das opções de ações com datas retroativas (*stock options backdating*) ocorreu em função da manipulação das datas de concessão dos planos de opções de ações de executivos de centenas de empresas do país. De forma simples, os planos eram manipulados de forma a serem concedidos nas datas com menor preço das ações, de forma a maximizar os ganhos dos executivos em detrimento dos acionistas.

²² *Fonte: Gadhoun, Lang e Young (2005, p. 350)*. Os dados se referem a uma amostra de 3.607 companhias norte-americanas.

²³ *Fonte: The 2009 Institutional Investment Report of the Conference Board of Canada*.

²⁴ Em dezembro de 2008, a RiskMetrics, grupo proprietário da agência de governança corporativa ISS (*Institutional Shareholder Services*), divulgou seu relatório anual sobre práticas dos conselhos de administração nos Estados Unidos. O relatório, que avalia os conselhos de administração das 1.500 maiores empresas norte-americanas listadas em bolsa, observou que a proporção de conselheiros independentes continuou a subir nos Estados Unidos, passando de 72% em 2006 para 74% em 2007. Além disso, constatou que 78% das empresas norte-americanas possuem uma substancial maioria (mais de 2/3) de conselheiros independentes, um aumento de 6% em relação a 2007.

²⁵ O comitê de auditoria é uma exigência para listagem na Bolsa de Nova Iorque desde 1978.

²⁶ De acordo com o relatório anual 2007 da agência de pesquisas em governança corporativa The Corporate Library, cerca de 300 das 500 maiores empresas norte-americanas ainda possuem a mesma pessoa ocupando ambos os cargos de CEO e presidente do conselho. Entre as empresas do S&P 500 (as maiores dos Estados Unidos por capitalização de mercado), 57 possuíam conselheiros independentes como presidentes do conselho na ocasião, contra 47 identificados na pesquisa do ano anterior (2006).

²⁷ O “*say on pay*” é uma proposta que visa proporcionar aos acionistas o direito de emitirem sua opinião acerca da remuneração dos executivos nas assembleias de acionistas. A proposta foi aprovada em julho de 2009 no Congresso norte-americano, devendo se tornar obrigatória a partir deste ano. Independentemente do processo legislativo, dezenas de empresas já conferiram o *say on pay* aos seus acionistas, após pressão dos investidores. É importante destacar, entretanto, que a proposta não dá aos acionistas o poder para definir a remuneração dos executivos, mas apenas assegura o direito formal e anual de os acionistas emitirem sua opinião acerca dos pacotes de remuneração da companhia (*non-binding rule*). Em suma, trata-se da opinião dos acionistas, que pode ou não ser seguida pelos conselhos de administração.

²⁸ A ideia básica da proposta é facilitar a remoção de conselheiros considerados inadequados pelos acionistas. Além disso, há também pressão no sentido de facilitar o lançamento de chapas alternativas aos conselhos de administração, aumentando as opções para os acionistas (e consequentemente seu poder).

²⁹ Diferentemente dos mandatos unificados, nos conselhos intercalados substitui-se apenas uma parte dos conselhos de administração anualmente. Como resultado, dificulta-se a substituição de toda a composição do órgão de uma só vez. De acordo como o relatório anual 2008 sobre as práticas dos conselhos de administração no Estados Unidos elaborado pela RiskMetrics junto às 1.500 maiores empresas do país, a proporção de empresas com conselhos de administração escalonados continuou a diminuir em 2007, chegando a um mínimo histórico de 52%, contra 55% em 2006. Para as grandes empresas do S&P 500, a proporção foi ainda menor, de 40%.

³⁰ *London Stock Exchange*.

³¹ Comissão de Valores Mobiliários norte-americana.

³² No início de 2009, ganhou força a ideia da mudança da expressão “*comply or explain*” por “*apply or explain*” (aplique ou explique), vista como uma abordagem mais flexível e que tende a ser mais bem recebida do que a expressão “cumpra”.

³³ Mais informações sobre a abordagem britânica estão disponíveis em <http://www.frc.org.uk/corporate/>

³⁴ Normalmente, os códigos de governança eram chamados pelos presidentes das comissões responsáveis por sua elaboração. Assim, Sir Adrian Cadbury, Sir Ronald Hampel, Nigel Turnbull e Derek Higgs foram os presidentes das comissões dos códigos Cadbury, Hampel, Turnbull e Higgs, respectivamente.

³⁵ Os códigos de governança anteriores haviam sido elaborados em função de problemas específicos. Enquanto o Cadbury foi elaborado como resposta a diversas fraudes contábeis no Reino Unido no final da década de 1980 e início da década de 1990, o Greenbury foi elaborado como resposta a um sentimento público negativo quando aos níveis de remuneração praticados nos conselhos britânicos. Já o código Hampel teve como objetivo elevar o padrão de governança no Reino Unido, com base nas lições dos códigos anteriores.

³⁶ Lançamento em novembro de 2009. Material preliminar disponível em http://www.hm-treasury.gov.uk/walker_review_information.htm

³⁷ Em diversas companhias, é comum o diretor financeiro (CFO) também participar como membro dos conselhos.

³⁸ Fonte: Gadhoun, Lang e Young (2005, p. 352). Os dados se referem a uma amostra de 1.385 companhias britânicas.

³⁹ Fonte: ABI – Association of British Insurers (http://www.abi.org.uk/About_The_ABI/role.aspx).

⁴⁰ A ABI representa os interesses coletivos de cerca de 400 companhias seguradoras britânicas, responsáveis por cerca de 94% dos recursos investidos em seguros do país. No total, seus associados possuíam cerca de £900 bilhões investidos em ações no Reino Unido e exterior no final de 2007. Assim, de forma coletiva a ABI é um dos maiores investidores em ações dos mercados de ações do mundo.

⁴¹ A NAPF representa cerca de 1.200 fundos de pensão do Reino Unido, com aproximadamente 15 milhões de beneficiários e ativos de £800 bilhões. Mais informações em <http://www.napf.co.uk/Aboutus/Index.cfm>

⁴² O Hermes possui duas frentes de ação distintas: fundo de pensão e gestão de recursos. Em relação ao fundo de pensão, atua como o braço executivo do plano de previdência da British Telecom, com ativos sob gestão de cerca de £26 bilhões. Independentemente da fonte dos recursos, o Hermes possui como filosofia investir visando retorno de longo prazo em companhias comprometidas em aprimorar suas práticas de governança. Assim, o Fundo tem sido um dos principais ativistas nos mercados internacionais. Mais informações em http://www.hermes.co.uk/abt_key_facts.aspx

⁴³ Codeterminação é um conceito no qual os funcionários possuem um papel-chave na gestão e direcionamento das companhias. A Lei da codeterminação alemã (Lei *Mitbestimmungsgesetz* de 1972) é uma Lei separada da Lei das Sociedades por Ações do país (Lei *Aktiengesellschaft*) e visa dar aos trabalhadores voz nas decisões corporativas. Como resultado, exige a participação dos trabalhadores no Conselho Supervisor das companhias de capital aberto do país. Mais informações em http://en.wikipedia.org/wiki/Codetermination_in_Germany

⁴⁴ A sigla AG é uma abreviação do termo *Aktiengesellschaft*, referindo-se às corporações que emitem ações passíveis de negociação em bolsas de valores.

⁴⁵ A expressão *two-tier boards* é bastante utilizada internacionalmente, referindo-se ao sistema com duas camadas de conselhos. O sistema anglo-saxão, por sua vez, é conhecido como *one-tier boards*.

⁴⁶ O mercado de ações alemão é considerado subdesenvolvido quando comparado com outras economias avançadas. Como exemplo, apesar de ser um país com PIB superior à Inglaterra, possuía apenas 832 empresas listadas no final de 2008, cerca de 1/4 do total de companhias listadas no Reino Unido.

⁴⁷ O dado se refere ao percentual total do direito a voto em posse do maior acionista, levando em consideração a estrutura indireta de propriedade.

⁴⁸ A expressão GmbH é uma abreviação do termo original *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, utilizado para descrever as empresas com responsabilidade limitada de seus sócios. O termo enfatiza o fato de os proprietários não serem responsáveis pessoalmente pelas dívidas da empresa. As GmbH são reguladas por uma Lei federal específica (*GmbH-Gesetz*). Mais informações em http://en.wikipedia.org/wiki/Gesellschaft_mit_beschränkter_Haftung

⁴⁹ Coincidentemente ou não com o fato de serem sujeitas a regras de governança mais simples, as companhias alemãs de porte médio e capital fechado conhecidas pela denominação *Mittelstand* têm sido o principal motor do crescimento alemão na década de 2000. De acordo com a *The Economist* (2010), elas exportam cerca de 80% de sua produção e empregam cerca de 1 milhão de pessoas. Fonte: THE ECONOMIST. (2010). "Survey: A special report on Germany." 13 de março.

⁵⁰ Um caso típico é ilustrado pela Siemens AG. A companhia possui 20 membros no seu Conselho Supervisor, sendo metade eleita pelos funcionários. Mais informações em http://w1.siemens.com/about/en/management-structure/supervisory_board.htm

⁵¹ Embora raramente esse voto seja exercido, tendo em vista a permanente busca pelo consenso e as potenciais dificuldades subsequentes de governança da companhia em caso de eventuais deliberações decididas pelo voto de minerva.

⁵² Geralmente, o Conselho Gestor reporta ao Conselho Supervisor os seguintes temas: i) estratégia prevista e políticas de negócios (planos de financiamento, investimento e de gestão de pessoas); e ii) rentabilidade obtida (geralmente mensurada pelo retorno sobre patrimônio líquido – ROE) e transações com impacto significativo sobre rentabilidade ou liquidez.

⁵³ Carlsson (2001, p. 64) sugere que essa característica tem raízes históricas, advindas dos diversos problemas que a sociedade alemã enfrentou no século XX devido a líderes com poder excessivo.

⁵⁴ Fonte: Jonathan P. Charkham (1994). *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*. Oxford University Press. pp. 14-21.

⁵⁵ No termo original, “*sprecher*”.

⁵⁶ Entretanto, a ascendência de um membro do Conselho Gestor sobre outro varia em função do histórico e características de cada empresa. Em empresas familiares, por exemplo, é possível que o líder do órgão (muitas vezes o fundador ou um descendente) possua forte ascendência sobre os demais membros do Conselho Gestor, assemelhando-se a uma relação hierárquica. Além disso, empresas alemãs com ADRs no mercado norte-americano têm passado a utilizar a expressão CEO para o líder de seu Conselho Gestor, aproximando-se do modelo de governança mais conhecido dos investidores internacionais. Novamente, a Siemens AG é um exemplo de empresa que utiliza esta nomenclatura.

⁵⁷ Carlsson (2001, p. 63) afirma que o modelo de equilíbrio dos interesses foi reforçado por acontecimentos traumáticos ocorridos no século XX, como as duas guerras mundiais, hiperinflação, reformas monetárias e reintegração com a Alemanha Oriental, fazendo com que o consenso e a colaboração se tornassem importantes valores sociais.

⁵⁸ No original: *There is clearly a need for action here. All participants in the codetermination debate should ask themselves whether German codetermination, the conceptual roots of which date back more than thirty years, still fits in with today's environment of global structures, international constraints and strict capital market regulations. Other countries do not regard German codetermination practices in their current form as a plus point for Germany as a business.* Para o texto completo, vide http://www.corporate-governance-code.de/eng/download/CGC_Conference_Berlin_2004_Dr_Cromme.pdf

⁵⁹ A Alemanha segue o princípio do “pratique ou explique” em relação ao seu código de governança. Rott (2009) apresenta uma crítica ao sistema de governança do país, ao afirmar que o código apresenta recomendações mais próximas ao modelo anglo-saxão, dificilmente aplicáveis ao sistema alemão com acionistas no papel de *insiders* das companhias.

⁶⁰ Notadamente nos serviços de utilidade pública, como eletricidade e ferrovias.

⁶¹ Fonte: Charkham (1994).

⁶² Relatório Vienot I, 1995. Disponível em http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=42

⁶³ Relatório Vienot II, 1999. Disponível em http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=41

⁶⁴ O título original do Relatório Bouton, lançado em setembro de 2002, é “*Promoting Better Corporate Governance In Listed Companies*”.

⁶⁵ *Corporate Governance Code of Listed Corporations*, Disponível em http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=259

⁶⁶ Fonte: Gadhoun, Lang e Young (2005, p. 352).

⁶⁷ Os *keiretsu*, portanto, contribuíram para a construção de um ambiente de negócios rígido, com empresas protegidas aquisições hostis e com alianças e vínculos quase que inseparáveis.

⁶⁸ Segundo Carlsson (2001, p. 80), uma consequência da política de emprego vitalício é a priorização, por parte das empresas, de metas de crescimento absoluto e de participação no mercado em vez da maximização dos lucros.

⁶⁹ Como exemplo, a Panasonic possuía ações de cerca de 300 outras empresas em março de 2008, estimadas na ocasião a um valor de mercado de US\$4 bilhões. *Fonte: The Economist*, 6 de novembro de 2008. *Crisis-crossed capitalism – Japanese firms’ tradition of cross-shareholdings is causing problems.*

⁷⁰ De acordo com a agência especializada em governança corporativa RiskMetrics, mais de 500 companhias japonesas adotaram *poison pills* desde 2005.

⁷¹ Shleifer e Vishny (1997, p. 739).

CAPÍTULO 7

A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Conceitos apresentados neste capítulo

- Histórico do mercado de capitais no Brasil e impactos sobre a governança;
- Histórico da governança corporativa no Brasil: principais marcos e iniciativas;
- O modelo de governança das companhias abertas brasileiras;
- A onda de IPOs 2004-2007: erros e acertos da governança corporativa no período;
- Apêndice 7.1: O papel dos Investidores Institucionais no fomento às melhores práticas de governança no Brasil
- Apêndice 7.2: Os mitos da governança corporativa no Brasil;
- Apêndice 7.3: Gargalos da governança corporativa no Brasil – por que mais empresas não migram para os segmentos *premium* de listagem da BM&FBovespa?

7.1 HISTÓRICO DO MERCADO DE CAPITALS NO BRASIL E IMPACTOS SOBRE A GOVERNANÇA

O mercado de capitais brasileiro teve um papel muito limitado no financiamento das empresas durante o século XX¹. Esse papel foi preenchido principalmente pelo Estado, que atuou como catalisador da atividade econômica por meio de empresas estatais ou pela concessão de recursos de longo prazo para companhias a custos subsidiados.² Além da política intervencionista, o Brasil se caracterizou por uma economia fechada,³ diminuindo consideravelmente a competição no ambiente empresarial e, como consequência, as necessidades de captação de recursos, investimento e inovação das empresas. O resultado foi a criação e manutenção de um *establishment* corporativo tripartite composto por empresas estatais,⁴ companhias multinacionais⁵ e conglomerados familiares liderados por empreendedores nacionais,⁶ na maioria das vezes bem conectados politicamente. Tais conglomerados ou grupos empresariais familiares, muitas vezes altamente diversificados, se tornaram a base do modelo de governança brasileiro.⁷ Como os grupos familiares eram praticamente os únicos a acessar capital a custo relativamente baixo e em maior escala,⁸ foi criada uma barreira a potenciais entrantes, diminuindo a necessidade de um mercado de capitais ativo e, portanto, da busca pelo aprimoramento das práticas de governança.

Black et al. (2008) fornecem um retrato conciso sobre a evolução dos mercados financeiros e de capitais no Brasil no último século. De acordo com os autores, os seguintes aspectos caracterizaram o ambiente bursátil nacional até a década de 1960: regulação excessiva, bolsas de valores controladas pelo governo, corretores como servidores públicos com direitos hereditários para a negociação de ações e monopólio na definição das taxas de corretagem.⁹ Os autores também destacam que o processo de liberalização começou após o golpe militar de 1964, resultando em importantes marcos para o mercado de capitais brasileiro, entre os quais: i) aprovação da Lei da Reforma Bancária, criando o Conselho Monetário e o Banco Central (Lei nº 4.595/1964); ii) aprovação da primeira Lei de Mercado de Capitais, regulando o lançamento de valores mobiliários¹⁰ (Lei nº 4.728/1965); iii) criação da Comissão Brasileira de Valores Mobiliários (Lei nº 6.385/1976);¹¹ e iv) aprovação da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976).

Em paralelo, o governo criou diversos incentivos para encorajar o desenvolvimento do mercado de ações durante a década de 1970 e início de 1980.¹² Um dos principais foi o chamado Fundo 157, um incentivo fiscal que dava aos contribuintes a opção de utilizar parte do imposto de renda devido para a aquisição de fundos de ações. O mecanismo serviu como incentivo para que as empresas abrissem seu capital, ao mesmo tempo que criou um mercado cativo de acionistas, entre os quais

fundos de pensão e companhias de seguros, que deveriam investir um percentual mínimo de seus ativos na compra de ações.¹³ A tentativa de fomentar artificialmente o mercado de ações, entretanto, gerou dois efeitos colaterais principais.

Primeiro, o rápido crescimento da demanda por ações em um ambiente com pequeno número de empresas listadas gerou uma espécie de bolha especulativa no mercado de bolsa brasileiro, cujo ápice ocorreu em 1971. Conforme descrito no “Portal do Investidor” da CVM¹⁴, o movimento especulativo, conhecido como “boom de 1971”, teve curta duração, mas suas consequências foram vários anos de mercado deprimido, com algumas ofertas de ações ocasionando grandes prejuízos e manchando de forma significativa a reputação do mercado acionário.

Segundo, os incentivos fiscais resultaram em um mercado acionário com características esdrúxulas: de um lado, centenas de empresas que nunca haviam aspirado ser de fato corporações em bolsa (mas que optaram por listar ações em função de ganhos pontuais decorrentes de recursos a custos baixos); do outro, acionistas que não se sentiam como reais proprietários das empresas, tendo investido primordialmente em função dos incentivos fiscais. A ampla emissão de ações sem direito a voto pelas empresas à época¹⁵ e sua aceitação pelo mercado deve ser entendida nesse contexto, criando um sistema com duas classes de acionistas com diferentes direitos e deveres que, anos depois, se tornaria um dos principais problemas de governança do país.¹⁶

Independentemente dos problemas, o resultado é que o número de companhias listadas no Brasil cresceu substancialmente, e o país passou a contar com cerca de 400 empresas na bolsa ao final de 1981.¹⁷ Apesar de um ensaio de retomada do mercado acionário em meados da década de 1980, a eliminação dos incentivos financeiros governamentais aliada à instabilidade macroeconômica inibiram o florescimento do mercado de capitais durante o período.

A década de 1990, por sua vez, foi caracterizada pelo processo de privatização, cujo ápice ocorreu em 1997 com a alienação completa ou parcial de grandes companhias, como Vale do Rio Doce e Telebras. Como resultado, as antigas empresas de controle estatal (principalmente de telecomunicações e energia) se tornaram as companhias mais negociadas na Bovespa ao final da década. Outras características do período foram a maior abertura do país à competição internacional e a listagem de companhias de grande porte na Bolsa de Nova Iorque por meio dos programas de ADRs.¹⁸

No geral, conforme exposto pela Standard & Poor’s (2004), o programa de privatização não solucionou os problemas estruturais do mercado de capitais nacional. Como a prioridade do governo era maximizar suas receitas, optou-se pela venda de blocos de controle a grandes grupos controladores¹⁹ em vez de se promover maior dispersão da base acionária. Além disso, o governo alterou a Lei das Sociedades por Ações,²⁰ eliminando o direito de *tag along*²¹ dos acionistas

minoritários como forma de maximizar o prêmio pelo controle a ser auferido nas privatizações, impactando negativamente a proteção aos pequenos investidores. Assim, apesar do sucesso no controle da inflação após o Plano Real em 1995 e do programa de privatização de 1990 a 2002, o mercado de capitais (particularmente o de ações) não floresceu no Brasil em função de três motivos principais: frágil proteção legal aos investidores, práticas de governança deficientes das empresas e contínua instabilidade no ambiente macroeconômico (resultando em altas taxas de juros e do risco país).²² Conforme apontado por Black et al. (2008) em referência aos anos 1990: “excluídas as privatizações, quase não houve IPOs,²³ e o número de companhias listadas diminuiu”.²⁴

Silveira (2005) resume a situação, descrevendo o círculo vicioso presente no mercado de capitais brasileiro até o início da década de 2000: “a instabilidade macroeconômica aliada a um sistema deficiente de proteção aos investidores com diversos casos de conflitos entre controladores e minoritários levam a altas taxas de desconto aplicadas pelos investidores, traduzindo-se em uma subavaliação dos títulos corporativos. A subavaliação generalizada, por sua vez, aumenta a distância entre as empresas e o mercado de capitais, desencorajando empresas fechadas a abrirem seu capital e as empresas de capital aberto a utilizarem o mercado com mais frequência. A ausência de perspectiva na captação de recursos por meio de ações ou títulos de dívida faz então com que o mercado de capitais não seja visto como uma real alternativa de capitalização pelas empresas, distanciando-as da adoção de melhores práticas de governança. A ausência de boas práticas, em conjunto com a instabilidade econômica, reforçam esse círculo vicioso”.

Tal cenário mudou de substancialmente a partir de 2004, com o início de uma onda de IPOs motivada por melhores condições macroeconômicas, aprimoramento das práticas de governança por parte das companhias e melhoria da proteção aos investidores. A Seção 7.4 detalha a onda de IPOs entre 2004 e 2007 (na qual 113 companhias listaram suas ações em bolsa), bem como discute seus impactos sobre o modelo de governança brasileiro.

7.2 HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL: PRINCIPAIS MARCOS E INICIATIVAS

A expressão governança corporativa começou a ser utilizada somente a partir do final dos anos 1990 no Brasil. O próprio IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa),²⁵ organização pioneira dedicada ao tema, foi fundado em novembro de 1995²⁶ sob a denominação IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração), demonstrando o desconhecimento generalizado à época. A partir de

1998, o tema ganhou força, principalmente em função de diversos conflitos entre controladores e minoritários decorrentes de operações de fechamentos de capital e de alienação de blocos de controle consideradas prejudiciais pelos acionistas não controladores.²⁷ Deve-se também destacar o surgimento no período de alguns fundos de investimento em ações com foco numa atuação mais ativa do seu papel de acionista junto às empresas investidas, visando auferir ganhos de longo prazo. Esses fundos, chamados de ativistas, possuíram um papel fundamental no desenvolvimento dos primeiros debates sobre governança corporativa no Brasil, bem como na mudança das práticas de diversas companhias.²⁸

Em 1999, o IBGC lançou o primeiro Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, documento que balizou as discussões iniciais sobre o tema no país.²⁹ Em 2000, um estudo conduzido pelo Banco Mundial em parceria com a consultoria McKinsey ganhou ampla repercussão nos meios empresariais locais ao indicar que os investidores estariam dispostos a pagar um prêmio substancial por ações de empresas com maior transparência e prestação de contas.³⁰ No mesmo ano, teve início a mesa-redonda latino-americana de governança corporativa, evento anual patrocinado pelo IFC (*International Finance Corporation*, braço financeiro do Banco Mundial) e OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) com objetivo de elevar o padrão de governança corporativa da região.³¹ Ainda em 2000, a governança corporativa ganhou uma nova dimensão no Brasil, com o lançamento pela Bovespa dos segmentos especiais de listagem: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os segmentos, em ordem crescente de exigência em relação às práticas de governança, eram voluntários e visavam segmentar as empresas em função do nível de adesão às boas práticas.³² Em 2001, uma nova mudança na Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 10.303/2001) introduziu diversos direitos aos acionistas não controladores, com destaque para o retorno parcial³³ do direito de *tag along* para os minoritários ordinaristas.³⁴

Em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lançou sua cartilha de “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”.³⁵ Ainda nesse ano, ingressaram as duas primeiras companhias no Novo Mercado da Bovespa: CCR Rodovias e Sabesp. Elas ficariam isoladas no segmento mais avançado de listagem até maio de 2004, quando ocorreu a retomada dos IPOs no país com a listagem de diversas empresas diretamente no Novo Mercado. O aquecimento do mercado de ações propiciou o surgimento em julho 2005 da primeira companhia brasileira com ações totalmente dispersas na Bolsa, isto é, sem controle acionário definido: a Lojas Renner, considerada a primeira *corporation*³⁶ brasileira. Em 2006, deu-se a primeira iniciativa de aquisição hostil no Brasil, com a fracassada tentativa de aquisição da Perdigão pela Sadia em julho daquele ano. Em 2008, algumas empresas que haviam participado da onda de IPOs apresentaram sérios problemas de governança, com destaque para o caso Agrenco. No final do mesmo ano, algumas

companhias tradicionais como Sadia e Aracruz sofreram sérias perdas com derivativos, devido em parte a falhas de governança. A Tabela 7.1, baseada na revista *Capital Aberto* (2008), apresenta um resumo dos principais marcos de governança no Brasil:

ANO	MARCO DE GOVERNANÇA
1995	Fundação do IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração).
1997	Reforma da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 9.457/1997) – retirada do direito de <i>tag along</i> a fim de facilitar o processo de privatização.
1998	Criação dos primeiros fundos de investimento ativistas do país, como parte de um programa de fomento do BNDESPar.
1999	Reforma do IBCA, passando a se chamar IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa); Lançamento da 1ª versão do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC.
2000	Lançamento dos níveis diferenciados de listagem da Bovespa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado; realização da primeira mesa-redonda Latino-Americana de Governança Corporativa, idealizada pelo IFC e OCDE.
2001	Nova reforma da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 10.303/2001) – retorno parcial do <i>tag along</i> e novos direitos para acionistas minoritários.
2002	CCR Rodovias e Sabesp tornam-se as primeiras companhias a ingressar no Novo Mercado da Bovespa.
2004	Retomada dos IPOs na bolsa de valores. Ingresso de cinco novas companhias no Novo Mercado ao longo do ano. ³⁷
2005	Lojas Renner se torna a primeira <i>corporation</i> brasileira, com ações totalmente dispersas em bolsa e ausência de controle definido.
2006	Primeira tentativa de aquisição hostil no país (tentativa de compra da Perdigão pela Sadia).
2004-2007	Onda de IPOs no período leva 113 novas empresas para a bolsa de valores. Novo Mercado chega a 100 companhias no início de 2008.
2008	Problemas de governança com companhias recém-listadas em bolsa, com destaque para o caso Agreco. Perdas bilionárias em operações com derivativos por companhias tradicionais como Aracruz e Sadia reforçam as dúvidas sobre as práticas de governança das companhias brasileiras.

■ Tabela 7.1 – Marcos da governança corporativa no Brasil.

Fonte: Adaptado de *Capital Aberto*. Dez anos de evolução. Especial – 10 anos de Governança Corporativa no Brasil, pp. 8-9, 2008.

Além dos marcos de governança, duas iniciativas de financiamento relacionadas ao tema merecem destaque. Essas iniciativas visam auferir privilégios no acesso ao capital por parte de empresas mais comprometidas com as boas práticas de governança.³⁸ São elas:

- Aumento dos limites de investimento dos fundos de pensão com base na governança corporativa: de acordo com a Resolução nº 3.792/09 do Conselho Monetário Nacional (CMN),³⁹ os limites para investimento dos fundos de pensão em renda variável variam em função do segmento de listagem na BM&FBovespa. A medida, iniciativa da Secretaria de Previdência Complementar (SPC), é importante por permitir aos fundos de pensão a alocação uma proporção maior das suas carteiras em empresas com melhor governança.⁴⁰ Os limites de investimento são apresentados na Tabela 7.2:

SEGMENTO DE LISTAGEM NA BOVESPA	PLANOS DE BENEFÍCIO DEFINIDO OU DE CONTRIBUIÇÃO DEFINIDA
Novo Mercado	70%
Nível 2	60%
Bovespa Mais ⁴¹	50%
Nível 1	45%
Segmento Tradicional	35%

■ Tabela 7.2 – Limites de investimento para fundos de pensão segundo a Resolução nº 3.792/09 do Conselho Monetário Nacional (CMN).

- Inserção no Código de Autorregulação da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) de regras que condicionam a emissão de valores mobiliários à adesão aos segmentos diferenciados de governança da BM&FBovespa:⁴² de acordo com o código da entidade, que congrega os principais bancos do país, seus associados deverão participar apenas de ofertas públicas cujos emissores tenham aderido, ou se comprometido a aderir no prazo de seis meses, pelo menos ao Nível 1 de governança da BM&FBovespa. O resultado prático é que, após o código da ANBIMA, a captação de recursos no país utilizando mercado de capitais em

tese somente poderá ser feita por empresas participantes⁴³ dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa.

Em resumo, o conjunto de iniciativas em curso pode contribuir de forma decisiva para o aprimoramento da governança no Brasil, de forma a criar um círculo virtuoso, conforme apregoado por Silveira (2005): “em caso de sucesso, as iniciativas de governança no Brasil podem simultaneamente reforçar a proteção aos investidores e aprimorar os padrões de governança nas empresas. Isso, por sua vez, levaria os investidores a pagarem mais pelos títulos corporativos, reduzindo o custo de capital próprio e de terceiros das companhias. Como resultado, as empresas ficariam mais interessadas em utilizar o mercado de capitais como uma alternativa real de capitalização para crescimento e grandes investimentos. Com mais companhias e operações, o mercado de capitais tornar-se-ia cada vez mais sofisticado, levando ao aprimoramento contínuo da proteção aos investidores e a melhores práticas de governança, reforçando o círculo virtuoso”.

O sucesso na criação de um círculo virtuoso para a governança corporativa no Brasil é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, que, por sua vez, é crucial para o crescimento e competitividade internacional das companhias brasileiras.

7.3 O MODELO DE GOVERNANÇA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

Assim como na maioria dos países emergentes,⁴⁴ as companhias brasileiras sempre se caracterizaram por elevada concentração acionária e presença de um acionista majoritário bem definido.⁴⁵ Consequentemente, o principal conflito de agência no país dá-se entre acionistas controladores e minoritários, tendo sido este tradicionalmente o foco das discussões sobre governança corporativa. Entretanto, o panorama começou a mudar a partir da retomada do mercado de capitais brasileiro em 2004. O ano de 2005 é considerado emblemático, em função do surgimento das primeiras companhias brasileiras com propriedade mais dispersa. Essa mudança na estrutura acionária de algumas companhias listadas acrescentou complexidade substancial às discussões sobre o tema no país. A Tabela 7.3 descreve a mudança na estrutura societária entre as empresas listadas em bolsa no Brasil.

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE	DEFINIÇÃO	PORCENTAGEM DE EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL ATÉ 2005	PORCENTAGEM DE EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL EM 2009
Controle majoritário	Maior acionista ou grupo de controle com mais de 50% das ações com direito a voto.	100%	Cerca de 90% ⁴⁶
Controle minoritário	Maior acionista ou grupo de controle com menos de 50% das ações com direito a voto, porém exercendo controle de fato da gestão da companhia.	0%	Cerca de 9%
Propriedade dispersa (controle gerencial)	Maior acionista ou grupo coeso de acionistas com menos de 5% das ações com direito a voto.	0%	Cerca de 1%

■ Tabela 7.3 – Evolução da estrutura acionária das companhias listadas no Brasil.

Apesar de ainda representarem um número pequeno de empresas, as companhias com estrutura acionária mais dispersa (notadamente as companhias que ingressaram no Novo Mercado da Bovespa após 2004) já não permitem resumir o modelo de governança brasileiro a um único padrão geral. Na verdade, temos atualmente dois grandes modelos de governança, que podem ser chamados de “tradicional” e “emergente”. Enquanto o primeiro ainda se aplica à maioria das empresas, o segundo vem ganhando força e já representa uma minoria relevante das companhias listadas. A Tabela 7.4 apresenta as principais características de ambos os modelos de governança.

DIMENSÃO DE GOVERNANÇA	MODELO TRADICIONAL DE GOVERNANÇA	MODELO EMERGENTE DE GOVERNANÇA
Estrutura de Propriedade	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Maioria de empresas sob controle familiar, mesmo entre as grandes companhias listadas em bolsa; ▪ Alta concentração das ações ordinárias em posse de acionistas controladores;⁴⁷ ▪ Alto nível de emissão de ações preferenciais sem direito voto;⁴⁸ ▪ Presença de estruturas societárias complexas e grandes grupos empresariais diversificados; ▪ Baixo nível de concessão voluntária de direitos de <i>tag along</i> além das exigências legais.⁴⁹ 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Maior peso de empresas sob controle compartilhado, com diminuição da proporção de empresas familiares; ▪ Maior difusão da base acionária, com presença de companhias sob controle minoritário ou mesmo gerencial; ▪ Emissão exclusiva de ações com direito a voto;⁵⁰ ▪ Simplificação das estruturas societárias, com maior especialização das empresas; ▪ Concessão voluntária de <i>tag along</i> além das exigências legais com algo mais difundido;⁵¹ ▪ Busca por outros mecanismos para assegurar a manutenção do controle de fato da companhia, com o surgimento das <i>poison pills</i> brasileiras.⁵²
Conselho de administração	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausência de definição clara de papéis entre conselho, diretoria e acionistas controladores, principalmente em empresas de controle familiar; ▪ Conselhos compostos em sua maioria por conselheiros externos, porém não independentes; ▪ Presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor presidente e presidente do conselho em cerca de 2/3 das empresas;⁵³ ▪ Ausência de mecanismos para avaliação formal de desempenho dos conselhos de administração e dos executivos principais; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Definição mais clara dos diferentes papéis e limites entre conselho, diretoria e acionistas; ▪ Maior proporção de conselheiros independentes, porém quase sempre ainda em minoria;⁵⁵ ▪ Maior difusão do conceito de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor presidente e presidente do conselho (cerca de 90% das companhias com tal prática);⁵⁶ ▪ Criação gradual de mecanismos para avaliação de desempenho do conselho como órgão e do executivo principal.⁵⁷ Avaliação de desempenho individual dos conselheiros ainda inexistente;

DIMENSÃO DE GOVERNANÇA	MODELO TRADICIONAL DE GOVERNANÇA	MODELO EMERGENTE DE GOVERNANÇA
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Inexistência de planos de sucessão formal para os executivos principais; ▪ Remuneração dos conselheiros eminentemente fixa, não significativa e não relacionada ao desempenho da companhia; ▪ Baixo nível de formalismo no funcionamento dos conselhos, com ausência de comitês do conselho⁵⁴ e documentos de governança como regimentos internos, entre outros; ▪ Em muitos casos, conselhos estruturados apenas como forma de satisfazer às exigências legais em vez de proporcionar os necessários pesos e contrapesos para os executivos da companhia; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Baixa proporção de empresas com planos formais de sucessão dos executivos principais; ▪ Aumento da remuneração dos conselheiros e criação de mecanismos mais elaborados, visando alinhá-la ao desempenho da companhia; ▪ Maior formalização do funcionamento dos conselhos, com instalação de comitês específicos e elaboração de documentos de governança;⁵⁸ ▪ Conselhos mais ativos, porém ainda sujeitos às preferências dos acionistas controladores e/ou executivo principal.
<p>Acesso e conteúdo às informações corporativas</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Websites</i> de relações com investidores (RI) geralmente pobres, com baixo nível de informação além das exigências legais;⁵⁹ ▪ Informações praticamente nulas sobre a forma de remuneração dos executivos e conselheiros, incluindo montantes e sistemas de remuneração variável; ▪ Baixo nível de informações sobre transações com partes relacionadas, incluindo ausência de regras a fim de assegurar condições de mercado em tais operações; ▪ Baixo nível de informações substanciais sobre as políticas e práticas para gerenciamento dos riscos corporativos; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aprimoramento substancial da qualidade dos <i>websites</i> de RI, em alguns casos constituindo verdadeiros portais interativos com informações em tempo real; ▪ Diminuição da escassez de informações acerca dos pacotes de remuneração dos administradores devido a mudanças na regulação;⁶¹ ▪ Maior divulgação das transações com partes relacionadas decorrentes de mudanças na regulação.⁶² Entretanto, definição de políticas e regras claras para tais operações ainda incipiente;⁶³ ▪ Maior preocupação com o estabelecimento de processos formais para gerenciamento dos riscos corporativos;

DIMENSÃO DE GOVERNANÇA	MODELO TRADICIONAL DE GOVERNANÇA	MODELO EMERGENTE DE GOVERNANÇA
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Poucas informações para investidores externos acerca do modelo de governança corporativa da companhia e das práticas adotadas;⁶⁰ ▪ Baixo nível de informação sobre o desempenho financeiro da companhia, com baixa divulgação de métricas como o lucro econômico ou valor econômico criado ou destruído no período. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aprimoramento substancial das informações sobre o modelo e práticas de governança adotadas aos investidores externos, com divulgação de documentos de governança; ▪ Manutenção da baixa proporção de empresas divulgando métricas de desempenho como seu valor econômico criado ou destruído no período.

■ Tabela 7.4 – Principais características do modelo de governança das companhias abertas brasileiras.

■ 7.4 A ONDA DE IPOs 2004-2007: ERROS E ACERTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO PERÍODO⁶⁴

A retomada do mercado de capitais no Brasil a partir de 2004 aumentou substancialmente a relevância da governança, bem como fomentou a adoção de melhores práticas pelas empresas. No período, obtiveram-se resultados positivos, tais como migrações maciças para o Novo Mercado da BM&FBovespa,⁶⁵ crescimento exponencial de matérias sobre o tema na mídia e melhor atuação da CVM como órgão regulador, fazendo com que o Brasil passasse a ser visto como líder incontestado da América Latina no tema.

Entretanto, como todo momento de euforia de mercado tende a dar margem a um menor escrutínio dos investidores, a onda de IPOs entre 2004-2007 também trouxe à tona episódios inesperados e questionáveis em relação às boas práticas de governança. São questões previamente inexistentes ou pouco debatidas no país, entre as quais: 1) *Poison pills* brasileiras: adoção indiscriminada de mecanismos para evitar a formação de blocos acionários relevantes pelas companhias que vieram a mercado; 2) *Insider trading*.⁶⁶ suspeita de ocorrência de negociação de ações por pessoas de posse de informações privilegiadas em diversas operações de aquisição de controle; 3) *Equity kickings*: aceleração do processo de abertura de capital de companhias por meio da alavancagem financeira oriunda de recursos de seus bancos coordenadores;

4) BDRs⁶⁷ (*Brazilian Depositary Receipts*): Emissão de recibos de depósito de ações para serem negociados no Brasil por empresas intrinsecamente brasileiras como se fossem estrangeiras, em alguns casos resultando em problemas financeiros e de governança; 5) Gestão de riscos: falta de atenção de conselhos de administração no monitoramento dos riscos aos quais suas companhias estavam expostas; 6) Aquisições originárias: estruturação de operações de venda de controle sem aprovação ou possibilidade de saída por parte de minoritários por companhias do Novo Mercado; e 7) Mecanismos para aumento do controle (CEMs – *Control Enhancing Mechanisms*): utilização de mecanismos para aumentar o poder de controle por parte de acionistas majoritários, inclusive por empresas do Novo Mercado.

7.4.1 Poison pills brasileiras

Cerca de 60% das empresas que vieram a mercado entre 2004-2007 adotaram cláusulas estatutárias visando à “proteção da dispersão acionária”. Tais cláusulas geralmente obrigam o adquirente de certo percentual acionário (“gatilho”) a fazer uma oferta pública de compra de todas as ações a um preço elevado. Além do baixo gatilho a um alto preço (dificultando a entrada de acionistas relevantes e com maior poder de voz), muitas companhias também adotaram “cláusulas pétreas”, um mecanismo ilógico que obriga os acionistas que votarem a favor da remoção de tais cláusulas a fazerem a oferta pública de aquisição de ações em questão.⁶⁸ Além de sua utilidade não ter sido comprovada, as *poison pills* passaram a obstruir a realização de reestruturações societárias potencialmente positivas, dificultando a substituição de gestores com baixo desempenho.

7.4.2 Insider trading

Os problemas de negociação de ações em posse de informações privilegiadas não são um fenômeno novo. Entretanto, destaca-se o número de operações de aquisição de controle que levantaram suspeitas na mídia, começando pela tentativa de aquisição da Perdigão pela Sadia em 2005. Antes do anúncio da tentativa de aquisição, o ex-vice-presidente do conselho de administração e o ex-diretor financeiro da Sadia compraram ADRs da Perdigão no mercado norte-americano, revendendo-os com lucro após o anúncio.⁶⁹ Ambos realizaram acordos, com pagamento de multas junto à SEC⁷⁰ e acordo e punição administrativa junto à CVM. O caso ficou famoso também por resultar na primeira ação penal relacionada ao tema do país, ainda a ser julgada.⁷¹ Além deste, operações como as aquisições de Ipiranga, Suzano Petroquímica, Varig e Nossa Caixa também ganharam as manchetes por suspeitas de negociação com informações privilegiadas.

7.4.3 *Equity kickings*

O fenômeno da alavancagem de empresas antes de seus IPOs por parte de bancos coordenadores também merece destaque. Em um estudo recente, Santos et al. (2009) analisaram todos os IPOs realizados no Brasil, observando que em 28% deles os bancos coordenadores forneceram capital às companhias de forma a viabilizar ou acelerar sua ida ao mercado. Os autores separaram as empresas que vieram a mercado em dois grupos: com e sem *equity kicking*. Na sequência, constataram que, um ano após os IPOs, as empresas que receberam empréstimos dos seus coordenadores apresentaram resultados substancialmente piores, tanto operacionalmente,⁷² quanto no desempenho de suas ações.⁷³ Em suma, tais empresas parecem ter vindo a mercado de forma prematura, isto é, sem possibilidade de entregar os resultados prometidos e/ou a um preço muito elevado, gerando maior queda no retorno das ações após os IPOs.⁷⁴

7.4.4 BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*)

Idealmente, os BDRs devem trazer ao mercado brasileiro papéis de companhias estrangeiras, de forma a aumentar as opções disponíveis para o investidor local. Isso é positivo, já que pode permitir carteiras mais diversificadas e eficientes. Entretanto, praticamente todos os BDRs negociados no país são de empresas intrinsecamente brasileiras, não estrangeiras. Algumas dessas (sempre listadas em paraísos fiscais sob regras societárias mais brandas) apresentaram sérios problemas de governança. O caso de maior destaque foi o da Agrenco. A companhia captou cerca de R\$ 700 milhões no mercado brasileiro no final de 2007 com uma ação cotada a cerca de R\$ 10. Meros oito meses depois, teve seus diretores presos, com queda de 99% de suas ações (para cerca de R\$ 0,13) nos meses seguintes, destruindo o patrimônio de seus investidores. Uma análise do período de 15 dias ao redor do anúncio nos problemas da Agrenco (veja a Tabela 7.5) mostrou um retorno anormal das ações de -82% durante esse período, com destruição líquida de valor para os acionistas apenas em função dos problemas anunciados de R\$ 435,1 milhões.

7.4.5 Gestão de riscos

Uma das funções primordiais dos conselhos de administração é monitorar os riscos aos quais suas sociedades estão expostas, assegurando a implantação de planos para evitar surpresas desagradáveis. Isso obviamente não ocorreu em diversas companhias brasileiras ao final de 2008, com destaque para os casos mais noticiados de Aracruz e Sadia. Em ambos, as companhias se encontravam em posição especulativa em vez

de meramente defensiva no mercado de derivativos, expondo-se a uma “inesperada” variação cambial. Como resultado, tiveram prejuízos bilionários, com enorme destruição de patrimônio dos acionistas construído ao longo de décadas. Uma análise similar à realizada próxima ao anúncio de tais problemas mostra que Aracruz e Sadia tiveram um retorno anormal de suas ações de -72% e -60%, com destruição líquida de valor da ordem de R\$ 6,9 bilhões e R\$ 3,9 bilhões, respectivamente, em função de tais anúncios. Assim, deve-se questionar nesses casos o papel dos conselhos no cumprimento de um de seus papéis fundamentais, bem como avaliar se os conselhos das outras companhias estão cumprindo adequadamente seu papel supervisor.

7.4.6 Aquisições originárias

Apesar de ser uma operação juridicamente conhecida de longa data, as aquisições originárias vieram com uma nova “roupagem” nos últimos anos, surpreendendo minoritários de companhias do Novo Mercado. Ao comprarem ações desse segmento diferenciado de listagem, todos imaginavam que, devido à concessão voluntária de *tag along*, teriam direito de saída em condições justas caso as companhias tivessem seu controle acionário alterado. Entretanto, tais operações possibilitaram uma alienação “de fato” do controle acionário sem que os acionistas tivessem direito de saída ou de veto a tais operações. O caso mais comentado foi o da aquisição da construtora Tenda pela Gafisa, em setembro de 2008. Uma análise similar às anteriores mostra um retorno anormal de -80% no preço das ações da companhia, com destruição líquida de patrimônio dos acionistas de R\$ 798,3 milhões. Como a função de qualquer administrador, dentro das melhores práticas, é tomar decisões que criem valor para os acionistas, não se pode considerar a venda em questão como uma operação alinhada às melhores práticas.

7.4.7 CEMs (Control Enhancing Mechanisms)

Os mecanismos para aumento do poder de controle são utilizados em todo o mundo como forma de os maiores acionistas maximizarem seu poder nas companhias sem proporcional alocação de capital. Entre os CEMs mais comuns, destacam-se a emissão de ações sem direito a voto, a emissão de ações com direitos de voto diferenciados e a formação de estruturas piramidais. Uma premissa fundamental do Novo Mercado foi a criação da regra de uma ação – um voto que coibisse tal problema. Como resultado, proibiu-se a emissão de ações sem direito a voto. Entretanto, durante a onda de IPOs, algumas companhias usaram a criatividade para burlar essa regra. O caso mais conhecido foi o da Cosan em 2007. Após listar ações

no Novo Mercado, a companhia apresentou um plano de reestruturação societária na qual os acionistas trocariam suas ações por BDRs de uma nova companhia sediada nas Bermudas, com uma diferença: cada ação dos controladores teria direito de voto multiplicado por 10 nas assembleias, diluindo o poder dos minoritários. O plano foi muito mal recebido pelo mercado, com retorno anormal de -12% nos 15 dias próximos ao anúncio e destruição de valor da ordem de R\$ 843,2 milhões. No ano, as ações da companhia caíram 53,3%, contra uma valorização de 43,6% do Ibovespa no mesmo período.

A Tabela 7.5 apresenta a destruição de valor resultante dos problemas de governança selecionados após a retomada dos IPOs no Brasil em 2004.

EMPRESA	EVENTO	DATA DO ANÚNCIO NA MÍDIA	RETORNO ANORMAL DAS AÇÕES EM 15 DIAS*	VALOR DE MERCADO ANTES DO PERÍODO DO EVENTO (D-6) R\$ MILHÕES	DESTRUIÇÃO LÍQUIDA DE VALOR DEVIDO AO EVENTO R\$ MILHÕES
Agrenco	Prisão de executivos	20/06/2008	-82,1%	529,9	435,1
Aracruz	Perdas com derivativos	26/09/2008	-72,1%	9.555,2	6.889,3
Cosan	Plano de reestruturação societária	26/06/2007	-12,0%	7.026,6	843,2
Sadia	Perdas com derivativos	26/09/2008	-59,6%	6.487,4	3.866,5
Tenda	Aquisição originária da companhia	02/09/2008	-79,7%	1.001,6	798,3
Resultado agregado (todos os eventos)			-61,1%	24.600,8	12.832,4

■ Tabela 7.5 – Destruição de valor em alguns casos recentes no Brasil.⁷⁵

Tendo em vista os erros e acertos da governança no Brasil durante o período 2004-2009, que conclusões podem ser extraídas? Em primeiro lugar, deve-se destacar que, no geral, as empresas vêm caminhando positivamente no longo processo rumo a um melhor padrão geral de governança. Por outro lado, as empresas brasileiras ainda não são reconhecidas internacionalmente como exemplares na adoção da boa governança.⁷⁶ Durante o período de forte crescimento do mercado acionário, muitas companhias e seus empreendedores entenderam o tema como

um conjunto de requisitos (ou mero *check-list*) para ingresso no Novo Mercado da BM&FBovespa. Como resultado, apesar do discurso pró-governança durante a onda de IPOs 2004-2007, diversos episódios inesperados e questionáveis levaram a enormes perdas de patrimônio no período, totalizando cerca de R\$ 12,8 bilhões apenas nos casos selecionados da Tabela 7.5. Adicionalmente, deve-se destacar que os investidores também possuem sua parcela de culpa, ao não questionarem seriamente as práticas de governança em um momento de euforia do mercado. Com o advento da crise global no final de 2008, várias deficiências de governança ficaram claras, e essas questões passaram a ser discutidas em maior profundidade.

■ APÊNDICE 7.1: O PAPEL DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NO FOMENTO ÀS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA NO BRASIL⁷⁷

Os graves problemas de governança apresentados durante o *boom* dos IPOs no Brasil entre 2004 e 2007 ocasionaram enormes prejuízos aos investidores, particularmente pessoas físicas e institucionais, como fundos de pensão e de investimento. Entretanto, vale a pena analisar o outro lado da moeda: até que ponto os investidores, particularmente os institucionais, também são responsáveis pelos diversos problemas de governança observados no país devido à sua omissão?⁷⁸ A seguir, analisa-se o papel dos fundos de pensão e de investimento brasileiros no fomento às melhores práticas de governança.

O caso dos fundos de pensão

Internacionalmente, alguns fundos de pensão se destacaram como os primeiros baluartes em prol das melhores práticas de governança nos anos 1980.⁷⁹ Como acionistas de longo prazo de várias companhias, a contribuição efetiva dos fundos de pensão para a boa governança depende da presença de três atitudes principais: 1) que avaliem profundamente as práticas de governança das empresas, priorizando o investimento naquelas com melhores práticas;⁸⁰ 2) que atuem ativamente como proprietários de suas companhias elegendo pessoas altamente qualificadas para os conselhos das investidas nas assembleias; e 3) que defendam as melhores práticas de governança em todas as situações, mesmo naquelas em que não se beneficiem particularmente. Deve-se, portanto, questionar se isso de fato vem ocorrendo no Brasil.

Em relação ao primeiro ponto, a resposta parece ser negativa. Segundo análise da revista *Capital Aberto* em agosto de 2006,⁸¹ meros 0,6% do total da carteira de

renda variável das entidades de previdência privada estava alocada em empresas do Novo Mercado, segmento com maior exigência de governança da bolsa. Além disso, menos de 15% dos recursos em renda variável dos fundos de pensão estavam investidos em empresas do Nível 2 ou Novo Mercado em 2007.⁸² Em outras palavras: os fundos de pensão adotam o discurso de que governança corporativa é fundamental para seu investimento, porém cerca de 85% dos seus recursos aplicados em renda variável vão para companhias dos segmentos com menores exigências de governança. Isso possivelmente ocorre em função da ausência de mecanismos estruturados para avaliar a governança das empresas,⁸³ além da adoção de índices amplos como o Ibovespa como referência de desempenho, levando-os a investir nas empresas que fazem parte desses índices, independentemente de como são governadas.

Em relação ao segundo aspecto, ainda carecem estudos que evidenciem a atuação dos fundos de pensão nas assembleias de acionistas no Brasil. Intuitivamente, entretanto, tem-se a impressão de que atuam de maneira mais reativa⁸⁴ do que pró-ativa (raramente enviando propostas para aprimorar a governança das empresas). Tem-se ainda a questão da indicação de conselheiros. Para se ter ideia da importância do tema, apenas Previ e Petros (os dois maiores fundos brasileiros em ativos) possuíam 350 conselheiros, entre titulares e suplentes, de administração e fiscais eleitos em março de 2009. Do ponto de vista das melhores práticas, o ideal seria que os fundos indicassem os melhores conselheiros possíveis para cada companhia, levando em consideração suas habilidades e perfis requeridos para cada organização. Entretanto, praticamente todos adotam como critério eliminatório inicial a exigência de que os conselheiros indicados por eles sejam beneficiários dos fundos, aposentados ou da ativa. Por mais talentosos que seus quadros sejam, é natural que nem sempre o conselheiro mais adequado a ser indicado para uma determinada companhia seja participante do fundo. Ademais, o processo de seleção de tais conselheiros na maioria das vezes não é claro, o que pode diminuir a relevância do aspecto técnico na seleção.⁸⁵

Em relação ao terceiro aspecto, alguns exemplos recentes mostram que muitas vezes os fundos podem deixar de levantar a “bandeira da governança” dependendo da posição em que se encontram. Um exemplo clássico ocorreu no caso da reestruturação da Telemar em 2006. Na ocasião, os controladores propuseram uma relação de troca vista como desfavorável para os acionistas detentores de ações preferenciais. A proposta diluiria os minoritários e criaria um precedente negativo para outras possíveis reestruturações. Praticamente todos os fundos de ações ativistas locais e fundos e estrangeiros se mostraram contrários à proposta. Entretanto, o maior fundo de pensão brasileiro, também detentor de ações ordinárias, votou a favor da proposta dos controladores na assembleia definitiva. Outro caso, noticiado em 27 de março de 2006 na *Folha de S. Paulo*, envolveu a Bombril, empresa que estava sob administração judicial desde 2003. Após diversas brigas entre controladores, uma pessoa ligada a um grande fundo de pensão⁸⁶ detentor de ações preferenciais da

companhia foi indicada para a presidência do conselho de administração. Com isso, esperava-se naturalmente que passasse a tomar as melhores decisões para todos os acionistas, em linha com as melhores práticas de governança. Surpreendentemente, esse indivíduo foi acusado de nepotismo, com criação de diversos cargos e contratação de parentes e amigos, priorizando seus interesses pessoais em detrimento dos acionistas da companhia e dos beneficiários de seu próprio fundo.

Para uma atuação mais efetiva, portanto, é preciso que os fundos de pensão brasileiros apoiem as melhores práticas de governança sempre, independentemente de suas posições específicas. Do contrário, darão margem para os críticos, que argumentarão que tais investidores adotam a “governança da ocasião”. Assim, é fundamental que os fundos demonstrem de forma clara aos seus beneficiários e públicos externos: i) como avaliam as práticas de governança das empresas investidas; ii) qual o peso das questões de governança na seleção das empresas investidas; iii) quais têm sido suas propostas e seus votos nas assembleias das investidas; e iv) quais foram os critérios utilizados para a escolha dos seus conselheiros. Com isso, dariam um bom exemplo de transparência e orientação pró-governança, reforçando a adoção das boas práticas pelas empresas.

O caso dos fundos de investimento

Os fundos de investimento (incluindo a sua vertente mais polêmica, os fundos *hedge*) possuem papel relevante na adoção das boas práticas de governança. Entretanto, os fundos de ações, principalmente aqueles ligados a grandes instituições financeiras, podem enfrentar problemas de conflito de interesses.

Um exemplo clássico é apresentado no livro de Davis et al. (2006). Em 2002, a HP teria uma assembleia de acionistas para decidir sobre a controversa fusão de US\$ 19 bilhões com a Compaq. Muitos acionistas da HP se opuseram à proposta por acreditar que ela acarretaria destruição de valor. Pouco antes da assembleia, a então CEO⁸⁷ da HP Carly Fiorina soube de uma notícia potencialmente desastrosa para seus planos: os fundos de investimentos do Deutsche Bank, que controlavam quase 17 milhões de ações da HP e poderiam ser o fiel da balança, votariam contra a fusão. Fiorina ligou para seu CFO⁸⁸ e deixou uma mensagem (posteriormente utilizada num processo judicial): “temos de fazer algo extraordinário para trazer o banco para o nosso lado”. O CFO da HP deu então aos executivos do banco uma mensagem clara: os resultados dos votos do Deutsche seriam de enorme importância para a manutenção do relacionamento comercial (avaliado em milhões de dólares por ano) do banco com a companhia em atividades de *investment banking*. Ao final, os gestores dos fundos mudaram seus votos pouco antes da assembleia e a proposta de fusão foi aprovada, com o bloco de ações do banco representando parte substancial da margem de vitória.⁸⁹

Além do potencial conflito de interesses, os fundos podem enfrentar um problema de baixo incentivo econômico. Muitas vezes, o *benchmark* para avaliar o desempenho dos gestores é o retorno de um índice de mercado. Assim, o gestor do fundo fica na seguinte posição: se gastar recursos e esforços em maior ativismo, arcará com os custos, enquanto os demais fundos também irão se beneficiar do aumento das ações. Em termos relativos, além de não obter um retorno relativo maior do que os outros, terá o custo administrativo de seu ativismo. Ademais, ao ter como *benchmark* um índice de mercado, o gestor dificilmente poderá dar-se ao luxo de não ter ações de uma empresa grande e muito representativa desse índice, mesmo que acredite que ela esteja longe de ser exemplar na boa governança. Há ainda um terceiro potencial problema, relativo ao horizonte temporal: os bônus dos gestores são geralmente obtidos com base nos retornos semestrais ou anuais, ao passo que a priorização de empresas com base em melhores práticas de governança⁹⁰ pode gerar um maior retorno ao longo de anos, e não necessariamente no próximo mês ou semestre. Logo, além do conflito de interesses, pode não ser economicamente racional para um gestor ser ativista, priorizar a governança em suas análises, ou deixar de ter ações de uma grande empresa, mesmo que acredite que ela não tem boa governança.

No Brasil, os fundos ativistas, uma espécie de fundos *hedge* local, sem dúvida foram fundamentais para o início do movimento em prol das melhores práticas no final dos anos 1990. Entretanto, tais fundos constituem a exceção em vez da norma do setor, e ainda inexistem estudos estruturados sobre a atuação dos gestores de fundos de ações nas assembleias e na governança das empresas investidas (principalmente no caso dos fundos ligados a grandes conglomerados financeiros).

Apesar da carência de estudos, duas observações podem ser feitas com segurança: i) conforme reconhecido pela própria Amec,⁹¹ entidade que representa fundos de investimento, o ativismo dos fundos brasileiros ainda é eminentemente reativo, procurando o Poder Judiciário ou a CVM quando têm seus interesses prejudicados (geralmente em operações de fechamento de capital ou venda do controle acionário). Assim, ainda inexistente no geral uma atitude pró-ativa, de proposição de aprimoramentos de governança nas empresas investidas; ii) o setor vem evoluindo no que concerne à participação em assembleias. Particularmente, o Código de Autorregulação da Anbid para fundos de investimento publicado em 2008 exige dos seus associados a elaboração de uma política de exercício de direito de voto nas assembleias das companhias investidas, algo positivo.

Tendo em vista que apenas cerca de 15% dos recursos dos fundos de investimento está aplicado em ações e que esse percentual deve aumentar substancialmente no médio/longo prazo (indo ao encontro dos 40 a 50% dos países mais desenvolvidos), a atuação dos gestores de fundos será fundamental para o sucesso do movimento em prol das melhores práticas de governança no Brasil.

APÊNDICE 7.2: OS MITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL⁹²

Em 2006, o conhecido acadêmico de finanças Aswath Damodaran lançou um livro intitulado “Mitos de investimento”. Na obra, o autor procurava desconstruir seis estratégias de investimento apregoadas por praticantes de mercado como de “retorno certo”, mas que dificilmente se mostravam vencedoras à luz de dados trabalhados metodologicamente. No Brasil, certas afirmações em diversos eventos sobre governança parecem ter se tornado verdades indubitáveis. Entretanto, muitas dessas crenças sucumbem a uma análise mais estruturada teórica e empiricamente. São os nossos mitos da governança corporativa.

Pode-se identificar sete mitos principais: 1) o do Índice de Governança Corporativa (IGC)⁹³ como comprovação do valor da governança; 2) o do *tag along*; 3) o do empreendedor que tem de ser controlador; 4) o da *poison pill*; 5) o do prospecto; 6) o do maior retorno das ações das empresas com melhor governança; e 7) o da sustentabilidade.

- O mito do IGC como comprovação do valor da governança: muitas pessoas iniciam suas apresentações sobre governança comparando o retorno das ações do IGC contra o Ibovespa. Como o IGC proporcionou um maior retorno nominal do que o Ibovespa desde sua criação em 2001, tem-se uma “prova” de que governança corporativa cria valor. Essa afirmação parte de dois pressupostos implícitos e pouco observados, porém fundamentais: de que o IGC é um bom indicador das empresas com padrões superiores de governança e de que a carteira do IGC apresenta o mesmo risco da carteira que a do Ibovespa. Ambos são muito questionáveis. Em primeiro lugar, ao final de 2008, apenas 41,2% do peso do IGC era composto por empresas do Novo Mercado, segmento mais exigente de governança da Bovespa. Por outro lado, 54,2% do peso era composto pelas empresas do Nível 1, patamar mínimo dos segmentos diferenciados de listagem. Logo, deve-se questionar se as empresas do Nível 1 são de fato mais bem governadas, para então se afirmar que o IGC é uma aproximação correta das empresas mais bem governadas. Deve-se lembrar também que, até abril de 2004, o percentual de empresas do Nível 2 e Novo Mercado no IGC era ínfimo, correspondendo a menos de 5% do peso do índice. Por fim, em 2008, a soma dos pesos de Vale do Rio Doce e dos três grandes bancos nacionais à época⁹⁴ representava cerca de 36,7% do IGC, tendo chegado a representar 61,4% da carteira do IGC do primeiro quadrimestre de 2004. Surge então uma nova dúvida: um IGC alto significa que a boa governança cria valor ou que os mercados de minério e do setor financeiro local andaram bem durante a década de 2000? Em relação ao segundo questionamento, não se pode comparar retornos nominais de ativos com riscos

diferentes. O correto, na verdade, é comparar os retornos ajustados aos diferentes riscos dos ativos. Imagine uma comparação entre o retorno de um grupo de empresas do Novo Mercado, geralmente menores e mais novas, com o grupo de empresas do Ibovespa, mais antigas e com fluxos de caixa mais estáveis. Caso os grupos fossem compostos por empresas com riscos diferentes, o que é bem provável, ter-se-ia de ajustar os retornos obtidos às expectativas prévias de retorno de cada grupo, para então fazer inferências. Como evidência dos diferentes níveis de risco das carteiras, uma rápida pesquisa junto à base de dados Economatica mostrou que o beta do IGC, tradicional medida de risco não diversificável, variou de 0,67 a 1,04 de 2001 até o final de 2008. Isso deveria ser incorporado às análises para uma correta comparação entre os retornos dos índices. Em resumo, o IGC é um índice útil, porém sua comparação direta com o Ibovespa e a comprovação do real ganho da boa governança não são tão simples.

- O mito do *tag along*: muitos praticantes de mercado resumem a boa governança à “concessão voluntária do *tag along*”. Sem dúvida, tal concessão é boa prática de governança. Entretanto, outros países também caracterizados por estruturas de propriedade concentrada e empresas de controle familiar, como os da Europa Continental, Sudeste Asiático e Canadá, pouco discutem o tema, não o definindo como algo prioritário nas discussões de governança. Por que então se atribui ênfase tão grande ao *tag along* no Brasil? Ele é um dispositivo realmente tão positivo? Em primeiro lugar, trata-se de um direito potencial, que pode nunca ser exercido caso o controle não seja alienado. Assim, é possível que uma empresa tenha péssimas práticas de governança durante toda sua vida, investindo mal ou mesmo expropriando os recursos dos investidores (por meio de operações com partes relacionadas, remunerações excessivas etc.) ao mesmo tempo que concede aos seus acionistas o tão valorizado direito. Mais importante ainda é perceber que a necessidade do *tag along* deriva do prêmio pelo controle pago aos acionistas controladores. Se uma empresa tivesse administração profissional, com as melhores pessoas em cada cargo, e se todos os acionistas (controladores ou não) ao final tivessem sua remuneração oriunda somente dos dividendos, as ações do bloco de controle deveriam realmente ser tão valorizadas em relação às demais? Dois estudos, realizados por Nenova (2003) e por Dyck e Zingales (2004), procuraram responder essa questão. Ambos chegaram a conclusões similares: o prêmio pelas ações do bloco de controle varia muito entre os países, sendo maior nos países com baixa proteção aos investidores e com maior possibilidade de os controladores obterem certos benefícios não compartilhados com outros acionistas, os chamados benefícios privados do controle. O estudo de Dyck e Zingales (2004) analisou trocas de controle acionário de 412 companhias em 39 países, encontrando prêmios pelo controle que variaram de -4% no Japão a +65% no Brasil. Em outras palavras, dentre 39 países, o Brasil foi o que apre-

sentou o maior prêmio pelas ações do bloco de controle, mostrando que aqui os controladores parecem auferir muito mais benefícios do que os de outros países.⁹⁵ O estudo de Nenova (2003) utilizou outra abordagem para mensuração do valor dos votos do bloco de controle, analisando 661 empresas de 18 países. Como resultado, encontrou prêmios pelo controle variando de 0% na Dinamarca a 50% no México. Novamente, o Brasil teve péssimo desempenho. Junto com Itália e Coreia do Sul, apresentou prêmio de controle médio de 25%, ficando em um infeliz segundo lugar.⁹⁶ Em suma, o *tag along* é tão valorizado no Brasil porque, em sua ausência, os prêmios pelas ações de controle seriam elevadíssimos, muito maiores do que na maioria dos outros países. Assim, temos uma conclusão inversa à ideia propagada: apesar de ser uma boa prática de governança *per se*, quanto mais relevante for o *tag along* para uma determinada companhia, provavelmente pior será a percepção de sua governança corporativa. Logo, à medida que as empresas aprimorarem suas práticas de governança para valer, os controladores terão uma margem cada vez menor para auferirem benefícios extras em relação aos outros acionistas, diminuindo naturalmente o prêmio pelo controle e, conseqüentemente, a relevância do *tag along*.

- O mito do empreendedor que tem de ser controlador: empreendedores/gestores talentosos são indubitavelmente essenciais para o sucesso de muitos negócios. Com base nessa premissa, muitos agentes de mercado afirmam ser fundamental mantê-los como controladores das empresas após os IPOs, tendo em vista sua enorme “*expertise* e importância” para a empresa. Em nome de tal habilidade essencial, sugerem que todos os mecanismos para manter o controle da companhia nas mãos de tais pessoas são válidos: emissão de ações sem direito a voto, abertura de capital em locais que permitem direitos diferenciados de ações de mesma classe etc. São os chamados CEMs (mecanismos para aumento do controle), que distanciam o conceito uma ação/um voto e são encontrados em todo o mundo (já que o desejo de manter o poder não é uma exclusividade brasileira). Como justificativa para tais artifícios, alegam que a manutenção do empreendedor como controlador assegurará sua permanência na empresa e, conseqüentemente, o alcance do melhor resultado para todos os acionistas. Entretanto, esse é um argumento frágil quando analisado cuidadosamente. Se o empreendedor for mesmo essencial para o sucesso do negócio, qualquer acionista ou grupo que detenha a maioria do capital terá interesse em mantê-lo como principal gestor, haja vista que ele será fundamental para a maximização do valor de longo prazo da companhia. Como exemplo, temos a situação da Apple, fundada e dirigida por Steve Jobs. Poucos notam, porém, que Jobs detinha ínfimos 0,63% das ações da companhia ao final de 2008. Ainda assim, nenhum acionista relevante cogitou formalmente substituí-lo nos últimos anos, haja vista o reconhecimento de sua *expertise* para o

sucesso da companhia. Assim, não é fundamental que Jobs permaneça como eterno controlador para que seja assegurada sua liderança na gestão do negócio. Tal mito de governança, portanto, parece mais associado ao desejo de alguns controladores definirem arbitrária e indefinidamente os rumos do negócio⁹⁷ do que à criação sistemática de valor para todos os acionistas.

- O mito da necessidade de *poison pill*: muitas empresas brasileiras com estruturas dispersas de propriedade justificam suas *poison pills* como cláusulas para evitar uma repentina concentração acionária, o que poderia prejudicar os acionistas pela diminuição da liquidez ou pela entrada de um controlador “indesejado”. Como justificativa, ouvem-se argumentos do tipo: “tais cláusulas são necessárias para evitar que a empresa durma dispersa e acorde com um controlador”. Nada mais útil para avaliar tais argumentos do que observar os mercados anglo-saxões, há muito tempo com empresas pulverizadas. Em primeiro lugar, o resultado econômico da utilização de tal artifício não tem se mostrado favorável. Um conhecido estudo elaborado pelos pesquisadores Bebchuk, Cohen e Ferrell (2005) mostra que a utilização de provisões para o entrincheiramento dos gestores, como *poison pills*, tiveram correlação negativa com o retorno das ações e com o valor das empresas nos Estados Unidos no período de 1990 a 2003. Esse resultado corrobora os resultados de diversos estudos anteriores sobre o mesmo tema. Em segundo lugar, os acionistas, em especial os investidores institucionais norte-americanos, têm demonstrado claramente seu descontentamento com tais cláusulas. De acordo com o mesmo estudo, durante o período de 1990 a 2003, as propostas para limitar ou eliminar a utilização de *poison pills* representaram mais de 20% de todas as propostas de acionistas submetidas às assembleias anuais, recebendo apoio substancial e crescente ao longo dos anos. Em terceiro lugar, diversos estudos demonstraram ao longo das últimas duas décadas que um mercado ativo de controle corporativo é positivo para a reestruturação de indústrias ineficientes, propiciando maior crescimento econômico. Como exemplo, tem-se o estudo de Martynova e Renneboog (2005), que analisou as ondas de *takeovers* durante todo o século XX. Os autores concluíram que as operações de fusões e aquisições (incluindo-se as *hostis*) no geral aumentam a eficiência empresarial e o preço das ações das empresas envolvidas nas operações (principalmente o da empresa adquirida). Em quarto, não se observou, após extensa pesquisa, quaisquer casos nesses mercados de empresas dispersas que tenham repentinamente “acordado com um acionista controlador”. Provavelmente isso se deve ao fato de que, numa empresa pulverizada, uma tentativa de compra rápida de um montante muito elevado de ações teria consequências óbvias: forte aumento de preço e dificuldade operacional de aquisição de um percentual substancial de ações, haja vista que muitos acionistas passariam a preferir manter suas ações em função da perspectiva de aumento de preço.⁹⁸ Por

fim, ocorre no Brasil um caso peculiar: empresas com controladores definidos – e que, portanto, não têm qualquer possibilidade de sofrer aquisições hostis – que decidiram adotar *poison pills*. Nesse caso, apenas dois fatores parecem justificar a inclusão de tal artifício: a manutenção da mentalidade de “empresas de dono” em vez de “companhias públicas” após o lançamento das ações ao mercado (de forma a fazer com que os controladores pudessem escolher ao seu arbítrio os futuros acionistas de suas companhias); e/ou a perspectiva de diminuição de suas participações acionárias no futuro, mantendo-se como controladores com menos de 50% das ações.⁹⁹ Em ambos os casos, não constituem justificativas alinhadas às boas práticas de governança.

- O mito das informações no prospecto: quando indagados sobre certas práticas questionáveis de governança, como, por exemplo, a contratação sistemática de serviços junto a empresas de familiares do acionista controlador, muitos representantes de empresas as justificam alegando que tais informações estavam “contidas no prospecto”. Em outras palavras, argumenta-se que o fato de tal prática estar contida na “página 385” do prospecto torna-a transparente e, portanto, plenamente compatível com a boa governança. Nada mais distante do que isso. Primeiramente, o objetivo final da boa governança é fazer com que todas as decisões sejam tomadas visando maximizar o valor de longo prazo do negócio. Assim, no exemplo em questão, se a empresa pagar um valor excessivo a serviços de outras empresas de posse do controlador, o fato de tornar tal operação disponível publicamente em um prospecto não a transforma em boa governança. Em segundo, a transparência é apenas um dos pilares da boa governança, devendo ser acompanhada por equidade e prestação de contas. Em relação à equidade, tem-se a obrigação de tratar todos os acionistas de forma igual, o que obviamente não teria ocorrido na situação descrita. Em relação à prestação de contas, tem-se a necessidade de os administradores chamarem a atenção dos públicos externos para todas as questões relevantes do negócio, facilitando (e não dificultando) o entendimento dos investidores atuais e potenciais, a fim de aprimorar a tomada das decisões de investimento. Trata-se da distinção entre volume de informações e transparência.
- O mito do maior retorno das ações de empresas com melhor governança: praticamente todos partem da premissa de que as empresas com melhor governança deverão sistematicamente apresentar maior retorno das suas ações. Infelizmente, uma abordagem tão simplista vai contra a lógica e a teoria. Em primeiro lugar, do ponto de vista do investidor, a governança representa basicamente um fator de risco, ou uma probabilidade de perda ou expropriação do seu capital investido. Esse fator de risco se reduz à medida que as empresas adotam melhores práticas, já que passam a ter menor chance de surpresas de-

sagradáveis em função de melhores controles internos, conselhos mais ativos e independentes, maior transparência etc.¹⁰⁰ Como um dos princípios básicos de finanças é que risco e retorno esperado devem andar de mãos dadas, por que se deveria esperar um retorno maior de tais empresas? Ademais, já que o retorno esperado das ações é utilizado como medida de custo do capital próprio, um maior retorno esperado significaria um maior custo do capital próprio para as empresas com melhores práticas de governança, algo simplesmente ilógico. Assim, conforme descrito em diversos estudos,¹⁰¹ uma melhor governança deveria levar a um menor retorno esperado das ações e, portanto, um maior valor relativo de tais empresas, decorrente da maior confiança dos investidores. Entretanto, o que acontece, e que provavelmente confunde os praticantes de mercado, é que o aprimoramento da governança deve ocasionar uma redução do risco percebido do negócio, traduzindo-se, nesse caso, em um efeito discreto positivo no preço das ações e, portanto, maior retorno durante o período de melhorias. Em outras palavras, são os aprimoramentos de governança que devem levar a um maior retorno das ações, pela redução do patamar de risco do negócio. Assim, ocorre um fato curioso: quando olhamos para trás, observamos muitas vezes um retorno superior das ações de empresas atualmente com melhores práticas de governança. Entretanto, tal retorno decorre das melhorias obtidas no período, que levaram essas empresas a apresentarem maiores múltiplos de mercado hoje. Porém, quando se olha para frente, não se deveria esperar retornos necessariamente maiores novamente. De fato, é muito factível que se tornem menores, em função do menor risco/custo de capital. Por fim, mais um fator complicador para a análise: é provável que o aprimoramento do modelo de governança tenda a levar não apenas a uma diminuição do risco nas empresas, mas também a melhores decisões de negócio na alta gestão, decorrentes de processos decisórios mais bem estruturados e da melhor qualidade das discussões. Como consequência, tais empresas tenderiam a aumentar o número de surpresas positivas no futuro (como anúncios de boas decisões de investimento, bons processos de sucessão de lideranças etc.), o que levaria a aumentos de preço das ações em tais ocasiões. Como solucionar uma questão tão complexa? Novamente, é necessário olhar o retorno ajustado ao risco das empresas com padrões superiores de governança em vez dos retornos efetivos. Em resumo, as empresas com melhores práticas de governança deveriam apresentar um maior retorno ajustado ao risco ao longo do tempo, o que eventualmente (e de forma não intuitiva) seria plenamente compatível com retornos nominais de suas ações menores que o de outras empresas.

- O mito da sustentabilidade como nova função-objetivo das empresas: conforme exposto na Seção 2.5, do Capítulo 2, a questão da sustentabilidade empresarial é um conceito muito amplo, quase vago. Nos últimos anos,

muitos praticantes de mercado passaram a apregoar a sustentabilidade (ou sobrevivência de longo prazo) como a nova função-objetivo das empresas, chegando ao ponto de incluir a governança dentro de um pretenso grande tema chamado “sustentabilidade”. Essa visão, entretanto, é incorreta. Não existem evidências concretas de que as discussões sobre a importância das mudanças climáticas no planeta foram suficientes para alterar a natureza humana, de busca pela maximização da sua utilidade pessoal. Logo, as pessoas continuam criando empresas ou investindo suas poupanças em títulos corporativos com o objetivo de auferir os maiores retornos possíveis ao longo do tempo.¹⁰² Como consequência, a função-objetivo das empresas continua a mesma, de buscar maximizar seus resultados ao longo do tempo (e o objetivo dos gestores continua ser maximizar o resultado de suas carreiras, levando a inevitáveis conflitos de interesse). Como um maior valor tenderá a ser alcançado quanto mais longo for esse prazo, tem-se o ponto a favor da sustentabilidade. A sustentabilidade pode na verdade ser resumida sob dois prismas bem conhecidos (e antigos): gestão de riscos e oportunidades. Como ferramenta de gestão de riscos, o tema reforça a necessidade de as empresas fazerem uma leitura mais correta do ambiente, a fim de evitarem constrangimentos públicos e ações judiciais. Como oportunidade, parte-se da ideia de que uma “estratégia verde” pode criar valor para o negócio e tornar-se parte da vantagem competitiva da empresa (indo naturalmente ao encontro da tradicional função-objetivo, chamada erroneamente de “financeira”).

Em resumo, os mitos da governança corporativa apresentados são resultado da desatenção a conceitos básicos exigidos dos participantes do mundo dos negócios: mensuração dos retornos ajustados ao risco, avaliação dos benefícios privados do controle, separação entre propriedade e gestão, distinção entre *disclosure* e transparência, relação entre risco incorrido e retorno esperado e função-objetivo das empresas. Tais conceitos devem ser reforçados nas escolas de negócios e entidades de mercado, visando diminuir a disseminação desses e de outros mitos da governança corporativa no Brasil.

■ APÊNDICE 7.3: GARGALOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL — POR QUE MAIS EMPRESAS NÃO MIGRAM PARA OS SEGMENTOS *PREMIUM* DE LISTAGEM DA BM&FBOVESPA?

Há um consenso geral entre os agentes de mercado de que a adoção de melhores práticas pode gerar benefícios substanciais para as companhias. Como o objetivo

fundamental dos administradores é maximizar o valor de suas empresas, cabem então duas perguntas simples: i) por que a maioria das companhias não procura voluntariamente aprimorar ao máximo suas práticas de governança, migrando para o Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBovespa, segmentos *premium* de listagem?¹⁰³ e ii) o que poderia ser feito para induzir as empresas a acelerar a adoção de padrões mais elevados de governança?

Uma resposta econômica simples à primeira questão é a de que os controladores da maioria das empresas provavelmente ainda não percebem, do seu ponto de vista, que os benefícios superam os custos (explícitos e implícitos) da adoção das melhores práticas. A Tabela 7.6 apresenta alguns dos principais benefícios e custos ponderados pelos controladores (explícita ou implicitamente) na sua decisão sobre a adoção de um padrão superior de governança:

BENEFÍCIOS DO APRIMORAMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E MIGRAÇÃO PARA O NÍVEL 2 OU NOVO MERCADO DA BOVESPA	CUSTOS DO APRIMORAMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E MIGRAÇÃO PARA O NÍVEL 2 OU NOVO MERCADO DA BOVESPA
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Maior valor de mercado; ▪ Menor custo de captação junto a credores; ▪ Melhor imagem perante o mercado; ▪ Melhor processo decisório na alta gestão; ▪ Maior efetividade dos órgãos de controle e melhor gestão de riscos. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Perda de controle total nas decisões (maior voz para minoritários); ▪ Resistência a novas visões externas e à mudança no modelo de governança (decorrente da entrada de independentes, criação de comitês etc.); ▪ Perda do prêmio de controle em função da concessão de <i>tag along</i>; ▪ Menor chance de operações informais e transações arbitrárias com partes relacionadas; ▪ Aumento dos custos explícitos com governança (reestruturação da área de RI, aumento de gastos com conselhos e órgãos de apoio etc.); ▪ Maior transparência perante os concorrentes de mercado.

■ Tabela 7.6 – Benefícios e custos da adoção de melhores práticas de governança/migração para os segmentos mais avançados de listagem: o *tradeoff* do acionista controlador.

Em relação à segunda questão, a resposta também é simples do ponto de vista econômico: deve-se aumentar os benefícios relativos das empresas com práticas diferenciadas de governança, premiando, de forma efetiva, as companhias pertencentes aos segmentos mais avançados de listagem da BM&FBovespa.

Para isso acontecer, são necessárias três frentes de atuação: i) uma educacional, mostrando às companhias evidências concretas (por meio de estudos acadêmicos, casos de sucesso etc.) das vantagens de estar nos níveis mais avançados de governança como forma de alcançar maior valor mercado, melhor eficiência operacional e maior chance de sucesso no longo prazo; ii) uma institucional, visando assegurar privilégios concretos em termos de acesso e custo de captação de recursos às empresas pertencentes ao Nível 2 e Novo Mercado; e iii) uma frente de monitoramento, visando diminuir a possibilidade de extração de benefícios privados pelos acionistas controladores (aumentando-se, portanto, o “custo de expropriar”).

Em suma, são necessárias três soluções amplas para diminuir os “gargalos” da governança corporativa no Brasil: i) aumentar a divulgação da importância e dos benefícios da governança corporativa; ii) desenvolver mecanismos de recompensa efetivos para as empresas com melhores práticas (e de punição para as empresas com práticas deficientes); e iii) promover maior competição e crescimento econômico, fomentando maior eficiência corporativa e menor margem para decisões ruins na alta gestão.

QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

- 1) Como o mercado de capitais nacional se desenvolveu? As iniciativas para fomentar o mercado acionário brasileiro, particularmente da década de 1970, influenciaram nas atuais questões de governança enfrentadas no país? Como?
- 2) Descreva brevemente a evolução da governança corporativa no Brasil. A seu ver, quais são seus principais marcos?
- 3) Comente a mudança na estrutura acionária das companhias listadas no país, particularmente após 2005. Quais são os impactos dessas mudanças para as discussões sobre governança e para a regulação do mercado de capitais?
- 4) É possível atualmente reduzir as companhias listadas a um único modelo geral de governança? Caso negativo, quais são as principais mudanças que vêm ocorrendo no modelo tradicional de governança em relação à estrutura de propriedade e conselho de administração?

- 5) Do ponto de vista da governança, quais foram os aspectos positivos e negativos ocorridos após a retomada do mercado de capitais local em 2004, particularmente com o *boom* dos IPOs no período 2004-2007?
- 6) Em sua opinião, qual tem sido o papel dos fundos de pensão brasileiros na governança corporativa? Quais são os principais aspectos positivos e negativos de sua atuação? No geral, você acredita que eles têm tido um impacto positivo ou negativo sobre a qualidade da governança das companhias?
- 7) Em sua opinião, qual tem sido o papel dos fundos de investimento brasileiros na governança corporativa? Quais são os principais aspectos positivos e negativos de sua atuação? No geral, você acredita que eles têm tido um impacto positivo ou negativo sobre a qualidade da governança das companhias?
- 8) Tendo em vista que a função dos administradores é agregar o maior valor possível às suas companhias e que há várias evidências de uma percepção mais positiva das empresas com melhor governança, por que o número de companhias no Novo Mercado da BM&FBovespa não é maior? Quais são, no seu ponto de vista, os principais "gargalos" da governança no país?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AZEVEDO, Simone; SILVA, Cíntia Cristina. "Caminho certo". *Capital Aberto*, n. 39, pp. 26-28, 2006.

AZEVEDO, Simone; MUTO, Sílvio. "Dez anos de evolução – Principais marcos da governança no País". *Capital Aberto*, Especial – 10 anos de Governança Corporativa no Brasil, pp. 8-9, 2008.

BEBCHUK, L. A.; COHEN, A.; FERRELL, A. (2004). "What Matters in Corporate Governance?" Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper Nº 491. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=593423>.

BLACK, B.; DE-CARVALHO, A. G.; GORGA, E. (2008). "An Overview of Brazilian Corporate Governance". Cornell Legal Studies Research Paper Nº 08-014. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1003059>.

CAPITAL ABERTO, CEG/FIPECAFI. *Anuário de Governança Corporativa das Companhias Abertas em 2009*. Edição especial, 2009.

DAMODARAN, A. *Mitos de investimentos*. 1ª ed. São Paulo: Financial Times Prentice Hall, 2006.

DAVIS, Stephen; LUKOMNIK, Jon; PITT-WATSON, David. *The New Capitalists: How Citizen Investors Are Reshaping the Corporate Agenda*. 1ª ed. Boston: Harvard Business School Press, 2006.

DE CARVALHO, Antonio Gledson. (2000). “Rise and Fall of Capital Markets in Brazil, the Experience of the 90’s”. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1147765>.

DYCK, A.; ZINGALES, L. “Private benefits of control: an international comparison”. *Journal of Finance*, v. 59, pp. 537–600, 2004.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. (2003). “Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany”. ECGI – Finance Working Paper Nº 11/2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=379102>.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 3ª ed. 2003.

_____. (2005). *Prêmio IBGC de Governança Corporativa*. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=36>.

_____. (2007). *Prêmio IBGC de Governança Corporativa*. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=36>.

_____. (2010). *Panorama da governança corporativa no Brasil*. Disponível em: www.ibgc.org.br.

JENSEN, M. C. “The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964”. *Journal of Finance*, v. 23, n. 2, pp. 389-416, 1968.

KPMG, CEG/FIPECAFI. *A governança corporativa e o mercado de capitais: um panorama atual das corporações brasileiras na Bovespa e nas bolsas norte-americanas*. Publicação especial, 2008.

_____. (2009). *A governança corporativa e o mercado de capitais: um panorama das corporações brasileiras na BM&FBOvespa e nas bolsas norte-americanas*. Publicação especial, 2009.

MARTYNOVA, M., RENNEBOOG, L. (2007). “A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?” ECGI – Finance Working Paper N° 97/2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=820984>.

NENOVA, T. (2003). “The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis.” *Journal of Financial Economics*, v. 68, pp. 325–351.

PINHEIRO NETO ADVOGADOS. (2000). “Corporate Governance Assessment: Brazil”. Apresentação de Henrique Lang na primeira mesa-redonda Latino-Americana de Governança Corporativa. São Paulo, Brasil, 26-28 abr. 2000. Disponível em: http://www.oecd.org/document/31/0,3343,en_2649_34813_2376287_1_1_1_1,00.html.

SCHNEIDER, Ben Ross. *Business Politics and the State in 20th century Latin America*. Nova York: Cambridge University Press, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. (2005). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2005.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa e estrutura de propriedade*. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; LEAL, R.; CARVALHAL-DA-SILVA, A.; BARROS, L. (2007). “Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil”. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=995764>.

STANDARD & POOR’S. (2004). “Country Governance Study: Brazil”. Preparado por Daniel Araujo e Andrea Sposito. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/gov-corp-artigos.htm>.

THE ECONOMIST. *Special Report: Corporate Social Responsibility – Just Good Business*, 17 jan. 2008.

TREYNOR, J. L. “How to Rate Management and Investment Funds”. *Harvard Business Review*, v. 43, pp. 63-75 jan./fev. 1965.

¹ O início das atividades do mercado de capitais brasileiro data do século XIX, com a fundação da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 1845 e a fundação da Bolsa de Valores de São Paulo em 1895 (originalmente denominada Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo).

² Deve-se destacar também a existência de um baixo nível de poupança interna como fator adicional para o subdesenvolvimento do mercado de capitais nacional durante o século XX.

³ Até o início da década de 1930, o Brasil era um país extremamente dependente da exportação de café e importador de produtos industrializados. Com a quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929, a diminuição da demanda internacional e o achatamento do preço do café fez com que o modelo exportador-monocultor não se tornasse mais viável. A solução foi a chamada “política de substituição das importações”, uma política que visava promover a industrialização no Brasil de forma a diminuir a dependência da exportação de commodities agrícolas. Um dos mecanismos utilizados foi o aumento das tarifas de importação, fechando as fronteiras comerciais do país e isolando o mercado local da competição internacional.

⁴ As empresas estatais eram geralmente dedicadas aos setores de infraestrutura.

⁵ As empresas multinacionais eram geralmente dedicadas à produção de bens de capital.

⁶ As empresas de empreendedores locais eram geralmente dedicadas à produção de bens de consumo e ao setor de serviços.

⁷ Trabalhos como o de Schneider (2004) detalham as características dos grandes grupos empresariais brasileiros de controle familiar.

⁸ Em função da geração de caixa de suas operações ou do acesso privilegiado a recursos do Estado por meio de conexões políticas.

⁹ Black *et al.* (2008, p. 3).

¹⁰ São considerados valores mobiliários títulos de empresas, tais como: ações, bônus de subscrição, debêntures e notas promissórias para distribuição pública.

¹¹ A introdução dessa legislação extinguiu o antigo sistema de corretores de fundos públicos em sociedades corretoras, dando início às bolsas como entidades sem fins lucrativos de posse de corretoras privadas.

¹² Para mais detalhes sobre a evolução do mercado de capitais brasileiro nesse período, vide www.portaldoinvestidor.gov.br

¹³ Entre outros incentivos adotados, destacam-se: a isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores, a possibilidade de abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumentos de capital e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social) aos subscritores de ações distribuídas publicamente. *Fonte:* Portal do Investidor – CVM.

¹⁴ <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acadêmico/EntendendooMercadodeValoresMobiliarios/HistoriadooMercadodeCapitaisdoBrasil/tabid/94/Default.aspx>

¹⁵ As empresas podiam emitir até 2/3 do seu capital total sob a forma de ações preferenciais (quase sempre sem direito a voto). A partir do final de 2001, com a aprovação da Lei 10.303/2001, esse limite superior foi reduzido para 50% do total das ações.

¹⁶ Pode-se afirmar que muitos dos problemas contemporâneos de governança no Brasil derivam da emissão de até 2/3 do total de ações das companhias sob a forma de ações sem direito a voto. Essa possibilidade criou em muitas empresas um grande distanciamento entre o poder político do grupo de controle (percentual de ações com direito a voto) e o direito ao fluxo de caixa gera-

do pela companhia desse grupo (decorrente do percentual total de ações em posse do grupo de controle). Esse distanciamento, por sua vez, ocasionou muitas situações de divergência entre o melhor interesse do grupo de controle e o melhor interesse dos demais acionistas, resultando em problemas de governança e conflitos societários. Além disso, os incentivos fiscais governamentais induziram muitos empresários a criarem teias societárias complexas como forma de minimizar a carga tributária de todo o grupo e maximizar os ganhos isolados do grupo de controle. Adicionalmente, as teias societárias complexas aumentaram substancialmente a possibilidade de expropriação dos acionistas distantes das atividades diárias das empresas.

¹⁷ Fonte: De Carvalho (2000, p. 606). Para fins de comparação, o país possuía apenas 200 companhias listadas ao final de 1970.

¹⁸ O Capítulo 4 descreve em detalhes os programas de ADRs, bem como o processo de dupla listagem realizado por dezenas de empresas brasileiras.

¹⁹ Muitas vezes, esses grupos controladores incluíam grupos familiares nacionais, fundos de pensão de empresas públicas e empresas multinacionais estrangeiras.

²⁰ A alteração ocorreu por meio da Lei 9.457/1997.

²¹ O *tag along* corresponde ao direito de os acionistas detentores de ações ordinárias receberem ao menos uma parte do que foi oferecido aos acionistas controladores em caso de alienação do bloco de controle da companhia. Até a Lei 9.457/1997, assegurava-se um *tag along* de 100% aos minoritários ordinaristas, isto é, o direito de estes venderem suas ações a um valor mínimo idêntico ao preço pago pelas ações do bloco de controle. Esse direito foi excluído em 1997, pouco antes da privatização da Vale do Rio Doce.

²² Conforme apontado pela Standard & Poor's (2004), o mercado de ações brasileiro foi tradicionalmente caracterizado por alta concentração de mercado, baixa liquidez e alta volatilidade. Como evidência, a Standard & Poor's (2004, p. 3) mostra que em 2004 as 20 maiores companhias listadas ainda representavam cerca de 70% da capitalização de mercado da Bolsa, com apenas 4% das empresas listadas tendo suas ações negociadas diariamente.

²³ IPOs (*Initial Public Offerings*) representam a primeira oferta de ações de uma companhia listada no mercado.

²⁴ Ao final de 1999, o Brasil possuía 487 companhias listadas em bolsa, contra 592 em 1989. Fonte: De Carvalho (2000, p. 606).

²⁵ Para mais informações, vide www.ibgc.org.br

²⁶ Conforme descrito no Web site do IBGC, deve-se destacar os esforços individuais do administrador de empresas Bengt Hallqvist e do professor e consultor João Bosco Lodi, que vislumbraram em 1994 a necessidade de criação de um organismo destinado a aprimorar a alta gestão das organizações brasileiras.

²⁷ Novamente, grande parte desses problemas foi resultado das alterações na Lei das Sociedades por Ações em 1997, particularmente a retirada do direito de *tag along*. De certa forma, a alteração danosa na Lei promovida pelo governo visando maximizar seus ganhos nos processos de privatização acabou por fomentar o movimento em prol das melhores práticas de governança, um efeito colateral positivo.

²⁸ Entre os fundos ativistas pioneiros no Brasil, destacam-se o Fator Sinergia I (lançado em 1997), Dynamo Puma (1998) e Bradesco Templeton (1998). De acordo com a *Capital Aberto* (2008, p. 11), todos faziam parte de um programa do braço de participações do BNDESPar (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) que visava reunir em fundos de investimento ações de empresas com pouca liquidez e grande potencial de crescimento. Tipicamente,

esses fundos procuravam escolher companhias subavaliadas, adquirir participações acionárias relevantes, acompanhar a gestão das companhias de perto (muitas vezes por meio de assentos em conselhos de administração) e esperar por uma maior “criação de valor”, desfazendo-se de suas participações no longo prazo.

²⁹ O Código de Governança do IBGC sofreu três revisões, em abril de 2001, junho de 2003 e em 2009, encontrando-se atualmente na 4ª versão. As principais recomendações do código serão apresentadas em detalhes no Capítulo 8.

³⁰ O estudo, realizado por meio de entrevistas, sugere que os investidores estariam dispostos a pagar 18% a 28% a mais por ações de empresas com melhores práticas.

³¹ A primeira Mesa redonda Latino-Americana (*Latin American Corporate Governance Roundtable*) ocorreu de 26 a 28 de abril de 2000 em São Paulo. Mais informações encontram-se disponíveis em http://www.oecd.org/document/63/0,3343,en_2649_34813_2048255_1_1_1_1,00.html

³² A adesão aos segmentos diferenciados de listagem é voluntária, via contrato entre as partes. Os segmentos são organizados em nível crescente de exigências. Para listagem no Novo Mercado, segmento mais avançado de listagem, as companhias devem cumprir os seguintes requisitos: i) estender para todos os acionistas as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along* de 100%); ii) realizar ofertas públicas de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, em caso de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; iii) instalação de conselho de administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos, com mínimo de 20% de conselheiros independentes; iv) incremento nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) e às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) informações como demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa; v) elaboração das demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US-GAAP; vi) aprimoramento nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) dados como a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições; vii) realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano; viii) apresentação de um calendário anual com a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc.; ix) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas; x) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores; xi) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital social da companhia; xii) quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; xiii) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários; e xiv) emissão exclusiva de ações com direito a voto (ordinárias). As regras para listagem nos segmentos diferenciados da Bovespa encontravam-se sob revisão durante o ano de 2009. Para mais informações, vide www.bovespa.com.br (seção “Empresas” > “Governança Corporativa”)

³³ A partir de 2001, o *tag along* aos acionistas detentores de ações ordinárias voltou a ser obrigatório, desta vez em uma proporção mínima de 80% do valor pago às ações do bloco de controle.

³⁴ Além da reintrodução parcial (80%) do *tag along* para minoritários ordinaristas, a lei promoveu alterações importantes a fim de aumentar a proteção aos acionistas de menor porte, entre as

quais merecem destaque: i) a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinários minoritários, em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição; ii) o direito de os preferencialistas elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 10% do capital social da companhia; iii) a limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, em vez dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei; e, iv) a possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

³⁵ O objetivo do texto foi funcionar como orientação às companhias em relação às melhores práticas de governança, sem qualquer caráter obrigatório.

³⁶ A expressão *corporation* é amplamente utilizada pelo mercado para ilustrar a situação de empresa sem a presença de um acionista relevante, sendo basicamente dirigida por seus executivos. O processo de pulverização das ações da Lojas Renner ocorreu após a saída do seu antigo acionista controlador (a multinacional norte-americana JC Penney), que optou por vender suas ações de controle diretamente na bolsa de valores.

³⁷ Natura, CPFL Energia, Grendene, DASA e Porto Seguro. Além destas, duas outras companhias realizaram IPOs em 2005 (Gol Linhas Aéreas e ALL Logística), ingressando no Nível 2 de governança corporativa.

³⁸ Além das duas iniciativas apresentadas, merece destaque também uma iniciativa internacional com impactos sobre as companhias brasileiras. O IFC (*International Finance Corporation*), braço financeiro do Banco Mundial com diversos programas de investimentos em empresas brasileiras, passou a incorporar a governança corporativa como item obrigatório na tomada de suas decisões de investimento. Como resultado, criou uma matriz de progresso em governança corporativa que condiciona a aprovação dos financiamentos à evolução das companhias na matriz em questão. Para informações detalhadas, vide: http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/Four_ParadigmsOFInvesteeCompanies

³⁹ Resolução 3.792 de 24/setembro/2009. Essa resolução revoga as anteriores (3.456, 3.121, 3.142, 3.305 e 3.357).

⁴⁰ No curto prazo, entretanto, a medida possui pouco efeito prático, já que a maior parte dos recursos dos fundos de pensão brasileiros (cerca de 60%) ainda está alocada em títulos públicos e renda fixa.

⁴¹ De acordo com o Web site da Bovespa, “O Bovespa Mais é um segmento de listagem no mercado de balcão idealizado para tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas. As empresas candidatas são aquelas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa, ou seja, que acreditam na ampliação gradual da base acionária, destacando-se as de pequeno e médio porte que buscam crescer utilizando o mercado acionário como uma importante fonte de recursos”. Em resumo, trata-se de um mercado de balcão organizado destinado às empresas de pequeno e médio porte que desejem ingressar gradualmente na bolsa de valores. Até agosto de 2009, apenas uma empresa estava listada no Bovespa Mais.

⁴² Conforme descrito no artigo 6º, inciso IV do Código de Autorregulação: “Nas Ofertas Públicas realizadas no mercado de capitais brasileiro, as Instituições participantes deverão participar apenas de Ofertas no mercado primário ou secundário de ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição, na qualidade de Coordenadores, assim entendidas as Instituições

Participantes que contratarem a realização da Oferta Pública diretamente com a emissora e/ou ofertante dos valores mobiliários correspondentes, dentre as quais figurará uma instituição líder, nos termos da regulamentação publicada pela CVM (“Coordenador Líder”), quando os emissores de tais Ofertas Públicas tenham aderido, ou se comprometido a aderir, no prazo de seis meses contado do primeiro anúncio de distribuição, ao “Nível 1”, pelo menos, das “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa” da Bolsa de Valores de São Paulo (“BOVESPA”), devendo as Instituições Participantes incentivar esses emissores a adotar sempre padrões mais elevados de governança corporativa”. O texto completo do Código de Autorregulação está disponível em www.anbid.com.br

⁴³ Ou empresas comprometidas a ingressar nos níveis diferenciados da BM&FBOVESPA.

⁴⁴ E também em grande parte dos países desenvolvidos, conforme evidenciado em La Porta *et al.* (1999).

⁴⁵ Os acionistas majoritários são aqueles que, individualmente ou por meio de um grupo coeso, detêm mais de 50% das ações com direito a voto.

⁴⁶ A análise da estrutura de propriedade das companhias listadas no Brasil foi realizada em março de 2010. Para fins de simplificação, foram adotados os seguintes critérios: Estrutura de propriedade dispersa – companhias nas quais os três maiores acionistas possuíam menos do que 25% das ações com direito a voto. Controle minoritário – companhias nas quais os três maiores acionistas possuíam de 25% a 49,9% das ações com direito a voto. Os dados foram coletados junto ao Sistema Economatica[®]. Como o sistema apenas computa as participações acionárias diretas, é possível que alguns resultados se mostrem enviesados devido à presença de estruturas indiretas, tais como pirâmides ou redes de participações acionárias cruzadas.

⁴⁷ Leal *et al.* (2002) mostram que no início do século XXI, os três maiores acionistas detinham em média 79% das ações com direito a voto no Brasil. Esse número foi corroborado por Silveira (2006), que encontrou uma concentração média de 74% das ações com direito a voto em posse do grupo controlador entre os anos de 1998 e 2002, com oscilação insignificante durante o período.

⁴⁸ Leal *et al.* (2002) observam que no início do século XXI apenas 11% das empresas não emitiam ações preferenciais, e que cerca de metade de todas as ações emitidas pelas companhias listadas na bolsa era sem direito a voto. Silveira (2006) encontra um número similar, reportando que 88,2% das empresas pesquisadas emitiam ações sem direito a voto em 2003 no Brasil.

⁴⁹ Leal e Carvalho da Silva (2005) reportam que apenas 15,3% das empresas listadas em bolsa concediam direitos de *tag along* além dos exigidos por lei no ano de 2002. Pesquisa realizada cinco anos depois pelo IBGC (2007) observou um aumento do percentual para 32,5%, ou cerca de 1/3 do total de empresas listadas.

⁵⁰ Uma pesquisa recente realizada no início de 2009 pela revista *Capital Aberto* em parceria com o Centro de Estudos em Governança Corporativa (CEG) da FIPECAFI com as 100 companhias mais negociadas na bolsa de valores confirmou o declínio do peso das ações preferenciais. Da amostra analisada, apenas 46,2% emitiam ações preferenciais, indicando uma clara tendência de desuso dessa classe de ação.

⁵¹ De acordo com a Pesquisa Capital Aberto-CEG/FIPECAFI (2009), cerca de 70% das 100 companhias mais negociadas em bolsa já concedem voluntariamente direitos de *tag along* além das exigências legais.

⁵² As chamadas “*poison pills* brasileiras” são cláusulas estatutárias que geralmente obrigam o adquirente de certo percentual a realizar uma oferta pública para adquirir todas as ações em circula-

ção a um determinado valor previamente definido. Como esse valor geralmente é muito elevado, inibe-se a aquisição de participações acionárias relevantes por parte de novos investidores, o que pode dificultar mudanças na alta administração da companhia e operações de fusões e aquisições. Os problemas decorrentes das *poison pills* são detalhados adiante no capítulo.

⁵³ De acordo com pesquisa do IBGC (2005, 2007), 68,3% das companhias listadas possuíam pessoas distintas ocupando os cargos de diretor presidente e presidente do conselho em 2007, percentual superior aos 64,8% observados em pesquisa similar em 2005.

⁵⁴ Uma pesquisa do IBGC (2005) com 378 empresas listadas na Bovespa revelou que somente 13,8% das empresas evidenciavam em informações públicas a existência de algum comitê do conselho a época. Esse percentual elevou-se para 20,5% em pesquisa similar conduzida em 2007, um percentual ainda considerado muito baixo. A pesquisa faz parte do processo do Prêmio IBGC de Empresas.

⁵⁵ A Pesquisa KPMG-CEG/FIPECAFI (2008) observou os padrões de governança de três grupos distintos: companhias brasileiras emissoras de ADRs 2 e 3 (34 companhias); 100 companhias do Novo Mercado da Bovespa e 100 companhias sorteadas aleatoriamente dentre todas listadas na Bovespa. Os resultados indicaram uma proporção de conselheiros independentes superior nos grupos de ADRs e do Novo Mercado (33,6% e 32,0%, respectivamente) quando comparadas com o grupo composto pelas empresas sorteadas (20,8%). No ano seguinte, KPMG-CEG/FIPECAFI (2009) realizaram nova pesquisa, dessa vez analisando separadamente as empresas em quatro grupos: ADRs 2 e 3 (34 companhias), Novo Mercado (100), Níveis 1 e 2 da BM&FBovespa (57) e segmento tradicional de listagem (50 empresas mais líquidas). Os resultados foram semelhantes aos de 2008, com uma proporção de independentes de 32,6%, 34,1%, 21,9% e 13,4% nos quatro grupos, respectivamente. Esses percentuais foram corroborados ainda pela pesquisa Capital Aberto-CEG/FIPECAFI (2009), que observou uma proporção média de 30,4% de conselheiros independentes entre as 100 companhias mais negociadas na bolsa de valores. Em todas as pesquisas, observou-se que os conselheiros independentes ainda estão longe de constituírem maioria nos conselhos de administração.

⁵⁶ Pesquisas KPMG-CEG/FIPECAFI (2008 e 2009) constataram que cerca de 90% das companhias brasileiras emissoras de ADRs 2 e 3 possuem pessoas distintas ocupando os dois cargos principais das companhias. Esse percentual também se mostrou elevado no grupo de empresas pertencentes ao Novo Mercado (cerca de 84%) e mesmo entre as empresas mais líquidas do segmento tradicional de listagem (78% em 2009). Dados da pesquisa Capital Aberto-CEG/FIPECAFI (2009) evidenciam tal tendência, constatando que 82 das 100 companhias mais líquidas da bolsa já possuem pessoas distintas ocupando os principais cargos da companhia. Por fim, um estudo realizado pelo IBGC/Booz&Co (2010) junto a 85 empresas abertas e fechadas com faturamento acima de R\$200 milhões constatou que 85% possuíam pessoas diferentes nos dois cargos-chave.

⁵⁷ Segunda pesquisa do IBGC/Booz&Co (2010), apenas 21% das empresas reportaram possuir algum processo de avaliação dos conselhos. Como a pesquisa foi realizada com base em questionários respondidos e enviados pelas empresas, provavelmente o percentual na população de companhias brasileiras é bem menor (haja vista que nessas pesquisas as empresas respondentes tendem a ser naturalmente as mais interessadas pela temática da governança).

⁵⁸ Pesquisas KPMG-CEG/FIPECAFI (2008 e 2009) constataram que a prática de comitês do conselho de administração é comum apenas nas grandes empresas emissoras de ADRs 2 e 3. Nesse grupo, observou-se que cerca de 83% das empresas possuem comitês no conselho, contra uma

média de apenas cerca de 40% das empresas do Novo Mercado e escassos 24% entre as empresas mais líquidas do segmento tradicional. Em outra análise da pesquisa realizada em 2009, constatou-se um número médio de 2,9 comitês por empresa emissora de ADRs 2 e 3, contra apenas 1,0 comitês das empresas pertencentes ao Novo Mercado. Por fim, observou-se que os comitês de auditoria e de remuneração são os mais frequentes dentre as empresas que possuem comitês do conselho de administração. Outros comitês do conselho criados ocasionalmente pelas empresas são os comitês de finanças/investimentos, risco/gestão de riscos, governança corporativa, sustentabilidade, estratégia e executivo.

⁵⁹ De acordo com pesquisa do IBGC (2005), mais da metade das companhias listadas em bolsa em 2005 (54,5%) sequer possuía em seus Web sites corporativos uma seção de Relações com os Investidores que possibilitasse aos investidores obter o Relatório Anual por meio dele. Esse percentual reduziu-se para cerca de 40% em pesquisa similar realizada em 2007, um percentual ainda muito elevado tendo em vista a simplicidade da prática de governança avaliada.

⁶⁰ Silveira (2006) revela, por exemplo, que apenas 16,1% de sua amostra de empresas negociadas na Bovespa disponibilizavam em seu Web site documentos relativos a práticas de governança no ano de 2003.

⁶¹ Até o ano de 2009, as informações empíricas relativas à remuneração de administradores no Brasil eram praticamente nulas. Uma pesquisa do IBGC (2007) com 366 empresas listadas na Bovespa revelou que apenas 4,4% das companhias divulgavam à época informações detalhadas sobre a política de remuneração dos seus administradores. Outra pesquisa (KPMG-CEG/FIPE-CAFI, 2008) constatou que menos de 3% das empresas listadas em bolsa divulgava de forma clara a proporção paga entre remuneração fixa e variável aos seus executivos em 2008. A partir de 2010, entra em vigor a Instrução 480 da CVM, que aumenta substancialmente as exigências de divulgação de informações pelas empresas. Entre as novas exigências, as empresas terão de divulgar informações mais detalhadas sobre a remuneração de executivos e conselheiros, incluindo: i) as parcelas fixas e variáveis da remuneração distribuída a cada órgão (conselho e diretoria); e ii) o valor individual do maior e do menor salário dentro de cada órgão, além da média das gratificações. Apesar de as empresas não serem obrigadas a identificar os beneficiários, o padrão de transparência da remuneração dos administradores aumentará dramaticamente, permitindo a realização de análises estruturadas.

⁶² A Instrução 480 também elevará o padrão de transparência das transações com partes relacionadas. A partir de 2010, todas as companhias abertas devem divulgar os dados de suas operações dessa natureza, bem como as medidas que adotou para evitar situações envolvendo conflito de interesses.

⁶³ De acordo com pesquisa do IBGC (2007) realizada com 366 empresas listadas na Bovespa como parte de seu Prêmio IBGC de Governança Corporativa, ínfimos 0,3% das empresas disponibilizaram publicamente algum documento com informações sobre políticas e mecanismos para lidar com situações de conflitos de interesses e/ou transações com partes relacionadas.

⁶⁴ Esta seção foi publicada em formato de artigo nas edições n. 71 (Julho/2009) e 72 (Agosto/2009) da revista *Capital Aberto*, seção “Governança”.

⁶⁵ No início de 2004, apenas duas companhias (CCR Rodovias e Sabesp) integravam o Novo Mercado. Cinco anos depois, no início de 2009, 100 companhias integravam o segmento mais avançado de listagem.

⁶⁶ O *insider trading* consiste no uso indevido de informações privilegiadas para compra ou venda de ações. É considerado crime pela Lei 10.303/2001 e estelionato pelo Código Penal brasileiro.

As informações privilegiadas são aquelas que podem influir de modo considerável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores. Enquadram-se como *insiders* os administradores (conselheiros e diretores da companhia), membros de quaisquer órgãos criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores, membros do Conselho Fiscal, subordinados das pessoas referidas, terceiros de confiança dessas pessoas e acionistas controladores.

⁶⁷ Os BDRs são o equivalente nacional dos ADRs no mercado norte-americano. Idealmente, deveriam servir como instrumento para que companhias estrangeiras tivessem suas ações negociadas no Brasil por meio de recibos com lastros em ações no país de origem das companhias. Entretanto, praticamente todos os BDRs negociados no Brasil são de empresas intrinsecamente brasileiras, com operações e administração local.

⁶⁸ Em abril de 2009, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) emitiu um Parecer de Orientação no qual deixa claro que não aplicará penalidades a acionistas que votarem pela retirada ou modificação das *poison pills* do estatuto e não realizarem a oferta pública exigida pela cláusula pética. Assim, o órgão regulador sinaliza de forma clara sua interpretação negativa acerca de tais cláusulas.

⁶⁹ Além destes, um funcionário do banco contratado para auxiliar a Sadia no processo também realizou operações similares de compra e venda de ADRs, sendo igualmente punido pela SEC.

⁷⁰ *Securities and Exchange Commission*, a Comissão de Valores Mobiliários norte-americana.

⁷¹ Em maio de 2009, o Ministério Público Federal pediu a abertura de ação penal contra todos os envolvidos no caso. Ao final de 2009, o caso ainda não havia sido julgado. Em fevereiro de 2010, instaurou-se a segunda ação penal relativa a operações de *insider trading* no país, desta vez contra administradores da empresa Randon, de controle familiar.

⁷² Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE – *Return on Equity*) de 8,5%, contra 20,8% do outro grupo.

⁷³ Retorno das ações negativo em 36% no grupo com operação de *equity kicking*, contra um retorno positivo de 8% do outro grupo.

⁷⁴ Em abril de 2009, a ANBID definiu novas regras para ofertas públicas visando minimizar os conflitos de interesse nos financiamentos pré-IPO dos bancos coordenadores. Especificamente, a entidade definiu que toda vez que o banco líder da oferta tiver mais de 10% de participação acionária na ofertante ou receber mais de 20% do volume captado, será necessário dividir a função com uma instituição financeira que não tenha o vínculo. Com isso, deve-se diminuir bastante os problemas decorrentes das operações de *equity kicking* no país.

⁷⁵ Os dados representam o retorno anormal acumulado das ações das companhias durante o período de 15 dias próximos ao evento. As datas vão de d-5 (cinco pregões antes do evento) a d+10 (dez pregões após o evento). O retorno anormal leva em consideração o retorno da carteira de mercado (Ibovespa) durante o período de análise. Especificamente, subtrai-se do retorno efetivo da ação seu retorno esperado, que é obtido com base no retorno do Ibovespa na data em questão e no relacionamento prévio entre o desempenho das ações da empresa e do Ibovespa (em uma janela de 50 dias anterior à d-5, denominada janela de estimação). Para os casos Aracruz e Sadia, foram analisadas as ações PN. Todos os dados estão disponíveis para consulta pelo autor.

⁷⁶ Conforme evidenciado em diversas pesquisas recentes, como a de Silveira *et al.* (2007) e as do IBGC por ocasião do seu Prêmio anual de Governança Corporativa, as “notas” médias das

companhias brasileiras após a aplicação de questionários de governança vêm evoluindo, ainda de forma heterogênea e lenta.

⁷⁷ Esta seção foi publicada em formato de artigo nas edições n. 67 (Março/2009) e 68 (Abril/2009) da revista *Capital Aberto*, seção “Governança”.

⁷⁸ É importante destacar que toda lógica em torno da governança corporativa parte de três premissas fundamentais: i) as empresas que optarem por adotar as melhores práticas serão vistas de forma diferenciada pelos investidores, conseguindo acesso privilegiado ao capital a um custo menor; ii) os investidores terão sempre interesse em maximizar o retorno de longo prazo sobre seu investimento; e iii) os investidores, como acionistas das companhias, se preocuparão em cuidar ativamente do seu patrimônio. Caso essas premissas não sejam realidade, então uma parte substancial dos problemas de governança poderá ser atribuída aos investidores, que não estariam fazendo sua parte para a lógica da governança funcionar.

⁷⁹ Neste grupo, destaca-se a atuação de fundos como o Calpers (fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia) e TIAA-CREF (híbrido de fundo de pensão para professores universitários e fundo de investimentos) nos Estados Unidos e Hermes (fundo com recursos dos pensionistas da British Telecom) na Inglaterra.

⁸⁰ Ou investindo apenas em empresas que se comprometam a elevar seus padrões de governança ao longo do tempo.

⁸¹ *Fonte:* Revista *Capital Aberto*, ano 3, n. 36, agosto de 2006, pp. 20-22. “Ajuste de Foco”.

⁸² Apresentação de representante da SPC (Secretaria de Previdência Complementar) no 4º Congresso de Fundos da Anbid em 2007.

⁸³ Com a Funcef constituindo notável exceção, ao elaborar e divulgar um *rating* de governança próprio.

⁸⁴ Quando da ocorrência de um problema ou proposta questionável.

⁸⁵ Novamente, a Funcef constitui notável exceção nesse aspecto, ao divulgar um processo de seleção de conselheiros claro em seu Web site, com análise de currículos e entrevistas por parte de um comitê composto por analistas das áreas de participações.

⁸⁶ A pessoa em questão fazia parte do Conselho Deliberativo do Fundo à época, além de ser beneficiário do Fundo.

⁸⁷ Diretor Presidente.

⁸⁸ Diretor Financeiro.

⁸⁹ *Fonte:* Davies et al. (2006, pp. 67-69).

⁹⁰ Tais como empresas com melhores conselhos e/ou que concedem mais direitos aos acionistas.

⁹¹ Associação de Investidores no Mercado de Capitais. Vide www.amecbrasil.org.br

⁹² Esta seção foi publicada em formato de artigo nas edições n. 62 (Outubro/2008) e 63 (Novembro/2008) da revista *Capital Aberto*, seção “Governança”.

⁹³ O IGC é o Índice de Governança Corporativa da Bovespa. Ele é composto por todas as companhias pertencentes aos segmentos diferenciados de listagem: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

⁹⁴ Itaú, Bradesco e Unibanco.

⁹⁵ Para fins de comparação, Dyck e Zingales (2004) observaram que países com presença substancial de empresas familiares e propriedade concentrada como Canadá, Noruega e Suécia apresentaram prêmios médios de apenas 1%, 1% e 6%, respectivamente.

⁹⁶ Canadá e Suécia apresentaram prêmios de apenas 4% no estudo de Nenova (2003), como comparação.

⁹⁷ Independentemente do tamanho que este alcance.

⁹⁸ Provavelmente levando o adquirente no final das contas a formular uma oferta pública para aquisição de um lote de ações, a um preço que sinalizasse seu limite de gastos por ação para a aquisição.

⁹⁹ Já que os outros estariam financeiramente impedidos de adquirir ações acima de certo percentual.

¹⁰⁰ Em linguajar técnico, apresentam redução dos custos de agência e da assimetria informacional.

¹⁰¹ Como o de Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2003).

¹⁰² Obviamente haverá exceções. Entretanto, não se podem analisar as questões com base em comportamentos fora do padrão.

¹⁰³ Como evidência, apesar do exponencial crescimento no número de empresas pertencentes ao Nível 2 e Novo Mercado nos últimos anos, uma proporção ainda pequena do total de companhias listadas faz parte desses segmentos (117 empresas no final de março de 2009, representando 27% do total de empresas listadas e 20% da capitalização de mercado da Bovespa).

CAPÍTULO 8

OS CÓDIGOS DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conceitos apresentados neste capítulo

- Principais códigos de boas práticas de governança corporativa;
- Comparação das recomendações dos principais códigos de governança;
- Bons e maus exemplos *vis-à-vis* as práticas recomendadas.

8.1 PRINCIPAIS CÓDIGOS DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Durante todo o livro, enfatizou-se a importância de elevados padrões de governança nas empresas a fim de aprimorar seu processo decisório na alta gestão e, conseqüentemente, seu desempenho de longo prazo. Entretanto, uma pergunta ainda permanece em aberto: que práticas devem tornar uma companhia mais bem governada?

Para responder a essa pergunta, foram elaborados diversos documentos em todo o mundo denominados “Códigos de boas práticas de governança”. Em praticamente todos os países, os mercados locais passaram a desenvolver (após o código pioneiro “*Cadbury Report*”, no Reino Unido, de 1992)¹ recomendações estruturadas visando estabelecer um melhor padrão de governança nas companhias. O *website* da ECGN (Rede Europeia de Governança Corporativa),² por exemplo, elenca mais de 256 códigos de governança de 70 países.

Dentre as centenas de códigos, sete merecem destaque em função da proeminência dos mercados que representam ou da relevância das instituições que os elaboraram:³

- Princípios de governança corporativa da OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development*), de 2004 (*OECD Principles of Corporate Governance*);
- Código da ICGN (*International Corporate Governance Network*), de 2009 (*ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised June 2009*);
- Código de governança do Reino Unido: *Combined Code*, de 2008⁴ (*The Combined Code on Corporate Governance*);
- Código de governança da NACD (*National Association of Corporate Directors*) dos Estados Unidos, de 2008 (*Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies*);
- Código de governança Alemão, de 2008 (*German Corporate Governance Code*);
- Código de governança Francês: Código da AFEP-MEDEF,⁵ de 2008 (*Corporate Governance Code of Listed Corporations*);
- Código da África do Sul⁶ (King’s Report), de 2009 (*King Committee on Governance – Code of Governance Principles for South Africa*).

No Brasil, o “Código das melhores práticas de governança corporativa” do IBGC é o principal documento de referência.⁷ A primeira versão do código,

abordando temas como o relacionamento entre controladores e minoritários e diretrizes para o funcionamento dos conselhos de administração, foi lançada em maio de 1999.⁸ O código foi revisado três vezes, com novas versões em abril de 2001, março de 2004 e setembro de 2009. O documento é dividido em seis capítulos: 1) Propriedade (direito dos sócios); 2) Conselho de administração; 3) Gestão; 4) Auditoria independente; 5) Conselho fiscal; e 6) Conduta e conflito de interesses.

Além dos códigos institucionais, elaborados por comissões governamentais ou por agentes de mercado, algumas companhias preocupadas com as questões de governança também têm formalizado suas próprias diretrizes sobre o tema. O código de governança empresarial considerado pioneiro foi elaborado pela GM (*General Motors*) em 1992. De lá para cá, o desenvolvimento de códigos ou diretrizes de governança pelas próprias empresas se difundiu bastante, tornando-se uma forma de as companhias apresentarem aos investidores seu modelo de governança e as principais práticas adotadas.⁹

■ 8.2 COMPARAÇÃO DAS RECOMENDAÇÕES DOS PRINCIPAIS CÓDIGOS DE GOVERNANÇA

Nas tabelas 8.1 a 8.6, são apresentadas as recomendações dos principais códigos de governança internacionais. Adicionalmente, apresenta-se a visão da quarta edição do Código de governança do IBGC sobre o tema em questão.¹⁰ Os quadros são divididos em dimensões de governança, de forma similar à estrutura do Código do IBGC.

DIMENSÃO DE GOVERNANÇA: DIREITOS DOS SÓCIOS

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
Conceito "uma ação = um voto"	A adoção do conceito uma ação–um voto é unanimidade entre os principais códigos de governança. Praticamente todos alertam para os potenciais problemas decorrentes de acionistas com poder político desproporcional à sua participação acionária (obtido por meio de mecanismos como emissão de ações sem direito a voto, ações com direito a múltiplos votos, estruturas piramidais etc.).	O poder político, representado pelo direito de voto, deve estar sempre alinhado ao direito econômico. Todos os sócios devem ter direito de voto. Logo, cada ação deverá assegurar o direito a um voto.
Acordos entre os sócios	Os principais códigos de governança praticamente não discutem o teor de eventuais acordos entre grupos de acionistas. Logo, não há recomendações a respeito.	Os acordos entre sócios devem estar disponíveis e acessíveis a todos os demais sócios. Eles devem conter mecanismos para resolução de casos envolvendo conflito de interesses. Ademais, não devem restringir o exercício do direito de voto de quaisquer conselheiros nem prever a indicação de diretores para a organização.
Convocação e realização da assembleia	<p>Todos os códigos destacam a necessidade de as companhias facilitarem o acesso e a participação de seus acionistas nas assembleias gerais. De acordo com a OCDE, os acionistas devem receber informações com profundidade e antecedência adequadas.</p> <p>O Código Britânico recomenda que os documentos sejam enviados aos acionistas com no mínimo 20 dias úteis de antecedência.</p> <p>O Código da ICGN recomenda que acionistas com um percen-</p>	A convocação da assembleia geral deve ser feita de forma a favorecer a presença do maior número de sócios possível. De preferência, deve ocorrer com no mínimo 30 dias de antecedência. É boa prática a utilização de instrumentos que facilitem o acesso dos sócios à assembleia (votação eletrônica, voto por procuração etc.).

	<p>tual mínimo não superior a 10% tenham o direito de convocar uma assembleia extraordinária para discutir um tema específico. O Código Alemão recomenda que a companhia permita aos acionistas acompanhar as assembleias em tempo real por meio de instrumentos como a Internet.</p> <p>O Código do NACD recomenda ainda que todos os conselheiros compareçam às assembleias. Nesse sentido, o Código britânico recomenda que todos os coordenadores de comitês do conselho estejam presentes para responder eventuais questionamentos dos acionistas. No geral, os códigos ressaltam a importância de os acionistas poderem fazer perguntas diretamente aos diretores e conselheiros, além da necessidade de as companhias ajudarem seus acionistas na utilização de votos por procuração.</p>	
<p>Regras de votação e registro de sócios</p>	<p>As companhias devem desenvolver mecanismos a fim de permitir aos acionistas a inclusão de temas para votação nas assembleias. O Código da OCDE recomenda ainda que os acionistas, incluindo os institucionais, possam consultar os demais sócios a fim de discutirem temas a serem deliberados nas assembleias.</p>	<p>Deve-se adotar o princípio de boa-fé nos documentos comprobatórios para viabilizar o voto pelos sócios e seus representantes. A sociedade também deve disponibilizar a relação de todos os acionistas, com a indicação das respectivas quantidades de ações, para qualquer um de seus sócios.</p>
<p>Manual para a participação nas assembleias</p>	<p>O Código Britânico é o mais completo neste quesito. De acordo com o <i>Combined Code</i>, para cada matéria, a companhia deve disponibilizar formulários a fim de permitir o voto por procuração a favor ou contra a matéria em questão. O Código alemão recomenda ainda o envio para os acionistas de todos os relatórios e documentos, incluindo o Relatório anual, quando do envio da agenda da assembleia.</p>	<p>Recomenda a elaboração de manuais visando facilitar e estimular a participação dos seus sócios nas assembleias. Esses manuais devem oferecer informações detalhadas sobre cada matéria a ser discutida nas reuniões, incluindo o posicionamento da administração sobre cada um desses pontos.</p>

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
Voto por procuração (<i>proxy voting</i>)	De acordo com o Código da OCDE, os acionistas devem poder votar igualmente por meio de terceiros ou pessoalmente. O Código da ICGN ressalta ainda que eventuais intermediários (bancos, gestores de fundos etc.) só poderão votar de acordo com instruções dos proprietários dos papéis ou de seus agentes autorizados.	A empresa deve procurar facilitar a participação dos sócios em assembleia por meio de procurações. Para tanto pode fazer uso de tecnologia da informação, como, por exemplo, assinatura eletrônica e certificação digital.
Diálogo com Investidores Institucionais	De acordo com o Código britânico, o conselho de administração como um todo é responsável por assegurar um diálogo satisfatório e contínuo como os investidores institucionais. O Código do NACD também recomenda um relacionamento aberto e direto dos conselhos com os investidores, notadamente os de longo prazo.	O Código do IBGC não aborda a questão.
Conflito de interesses nas assembleias gerais	De acordo com o Código da ICGN, apenas acionistas sem conflitos de interesse devem votar em matérias que possam lhes acarretar outros benefícios. Os demais códigos não possuem recomendações específicas relativas a este tema.	O sócio que, por qualquer motivo, tiver interesse particular ou conflitante com o da organização em determinada deliberação deverá comunicar imediatamente o fato e abster-se de participar da discussão e da votação do item.
Transferência de controle	De acordo com o Código da OCDE, as operações de transferência de controle acionário devem ocorrer por meio de preços transparentes e sob condições justas, protegendo os direitos de todos os acionistas, <i>vis-à-vis</i> suas classes de ações. Como esse tema é abordado pela Lei na maioria dos países (assegurando, por exemplo, o direito à saída nas mesmas condições dos controladores em caso de venda do controle acionário), poucos códigos abordam essa questão.	Em caso de transferência de controle, mesmo que de forma indireta, a oferta de compra de ações deve ser dirigida a todos os sócios nas mesmas condições (<i>tag along</i>).

<p>Mecanismos de proteção à dispersão da base acionária (<i>poison pills</i>)</p>	<p>Os códigos são unânimes em ressaltar que quaisquer mecanismos defensivos à tomada de controle acionário (<i>poison pills</i> ou similares) só devem eventualmente ser adotados em caso de aprovação pela maioria dos acionistas. Como exemplo, o Código alemão afirma que, após o anúncio de uma tentativa de aquisição de controle, os executivos não devem adotar quaisquer medidas visando diminuir a probabilidade de sucesso da oferta sem autorização expressa dos acionistas por meio de assembleia geral. O Código da OCDE é mais explícito, afirmando que as companhias não devem adotar mecanismos contra aquisições hostis com o objetivo de proteger os gestores e conselheiros. O Código da NACD é o único mais amigável em relação à instalação de mecanismos defensivos, como as <i>poison pills</i>.</p>	<p>Mecanismos que obriguem o adquirente de uma posição minoritária a realizar uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) a todos os demais sócios da companhia aberta devem ser vistos com reserva. Em companhias com controlador definido, o uso desses mecanismos é ainda menos recomendado.</p>
<p>Política de dividendos</p>	<p>Nenhum código apresenta recomendações específicas em relação à definição de uma política de dividendos pelas companhias.</p>	<p>A empresa deve divulgar sua política de distribuição de dividendos e a frequência de revisão de tal documento. Ela deve conter a periodicidade dos pagamentos, o parâmetro de referência a ser utilizado para definição do montante, o processo e as instâncias responsáveis pela proposição da distribuição de dividendos etc.</p>

■ **Tabela 8.1 – Recomendações dos principais códigos de governança internacionais e do Código do IBGC: dimensão “direito dos sócios”.**

Nota: Os códigos internacionais selecionados são: 1) Código da OECD (2004); 2) Código da ICGN (2009); 3) Combined code britânico (2008); 4) Código norte-americano da NACD (2008); 5) Código de governança alemão (2008); 6) Código de governança francês (2008); e, 7) King’s report da África do Sul (2009). As referências completas dos códigos, incluindo local para acesso ao documento completo, encontram-se ao final do capítulo.

DIMENSÃO DE GOVERNANÇA: CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
Missão do conselho de administração	<p>Todos os códigos são unânimes em afirmar que os conselheiros devem agir no melhor interesse da companhia, sendo responsáveis, de forma colegiada, por todos os acionistas.</p> <p>De acordo com o Código britânico, toda a companhia deve ser dirigida por um conselho de administração efetivo, que é coletivamente responsável pelo sucesso da empresa. O Código da OCDE ressalta que os conselheiros devem tomar decisões de maneira bem informada, agindo com os devidos deveres de diligência e zelo no melhor interesse da companhia e de seus acionistas. De acordo com o Código francês, cada conselheiro deve se considerar um representante de todos os acionistas, agindo de acordo no desempenho de suas funções e podendo sofrer passivos legais pessoais em caso do contrário.</p> <p>Os códigos da África do Sul¹¹ e do NACD resumem a questão, afirmando que o objetivo fiduciário do conselho é a criação de valor de longo prazo para todos os acionistas.</p>	<p>A missão do conselho de administração é proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os interesses dos <i>stakeholders</i>, de modo que cada um receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposto.</p>
Gerenciamento de riscos corporativos	<p>Esse é um tema que ganhou enorme espaço em todos os principais códigos de governança, principalmente os mais recentes. De acordo com o Código da ICGN, o conselho tem como responsabilidade assegurar a implementação pela companhia de um processo dinâmico e efetivo de identificação dos riscos, mensuração de seus potenciais impactos e gerenciamento pró-ativo dos riscos. O Código recomenda ainda uma avaliação geral anual dos riscos, além da possibilidade de instalação de um comitê de riscos no conselho, em adição aos comitês tradicionalmente recomendados.¹²</p>	<p>O conselho de administração deve assegurar-se de que a diretoria identifica preventivamente e lista os principais riscos aos quais a organização está exposta, além da sua probabilidade de ocorrência, a exposição financeira a esses riscos e os procedimentos adotados para sua prevenção ou mitigação.</p>

	<p>O <i>King report</i> Sul-Africano apresenta uma seção inteira dedicada ao tema. De acordo com o documento, o conselho deve ser responsável por todo o processo de gerenciamento de riscos, incluindo a definição do "apetite a riscos" ou do nível de tolerância a riscos da companhia, em linha com sua estratégia.</p> <p>O <i>Combined Code</i> britânico destaca o papel do conselho na liderança da companhia dentro de uma estrutura prudente e efetiva de controles que possibilite a avaliação e o gerenciamento dos riscos. O documento também recomenda uma avaliação ao menos anual dos sistemas de controles internos pelo conselho.</p>	
<p>Composição do conselho de administração</p>	<p>Todos os códigos destacam a necessidade de o conselho ter um conjunto equilibrado de experiências e diversidade de perspectivas, a fim de gerar maiores questionamentos e melhores discussões.</p> <p>Os códigos também são unânimes na recomendação de uma maioria de conselheiros independentes (membros sem vínculos com executivos da organização ou acionistas relevantes). De acordo com o Código da ICGN, tais conselheiros devem ter elevada experiência e qualificação, preferencialmente no setor de atuação da companhia. O Código da OCDE argumenta que esses conselheiros são ainda mais relevantes em tarefas que envolvam potencial conflito de interesses, tais como remuneração de executivos, transações com partes relacionadas e indicação de novos membros para os conselhos.</p> <p>De acordo com o Código francês, não é desejável ter nos conselhos representantes de vários grupos com interesses específicos, já que há o risco do órgão se tornar um campo de batalha de determinadas agendas. Como resultado, o documento recomenda a presença de uma proporção substancial de independentes (pelo menos metade em companhias com estrutura pulverizada e ao menos um terço em empresas com controlador definido).</p>	<p>O conselho de possuir diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento para que reúna as competências necessárias ao exercício de suas atribuições. É recomendável que o conselho seja composto apenas por conselheiros externos e independentes.¹³</p>

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
	<p>Seguindo o modelo de governança britânico, o <i>Combined Code</i> recomenda que o conselho tenha um equilíbrio entre executivos e membros externos, de forma a evitar que um grupo específico monopolize a tomada de decisão. Por outro lado, em linha com os demais códigos, também recomenda que mais da metade do conselho seja composta por independentes (para companhias pequenas, o Código recomenda no mínimo dois independentes).</p>	
<p>Qualificação do conselheiro de administração</p>	<p>O <i>King report</i> sul-africano recomenda que todos os conselheiros sejam indivíduos com integridade e coragem, além de possuir as qualificações técnicas e experiência necessárias a um correto julgamento dos negócios da companhia.</p> <p>O Código francês recomenda que o conselheiro leia todos os documentos corporativos relevantes (Estatutos, políticas etc.) antes de assumir. Também recomenda que o conselheiro tenha um número significativo de ações da companhia ou as adquira após ser eleito.</p> <p>O Código britânico destaca ainda que a companhia deve fornecer todos os recursos necessários para o desenvolvimento e a atualização dos conselheiros. Também recomenda a elaboração de um programa de introdução para novos conselheiros.</p>	<p>Os conselheiros devem, no mínimo, possuir: i) alinhamento com os valores da organização e seu código de conduta; ii) capacidade de defender seus pontos de vista a partir de julgamento próprio; iii) disponibilidade de tempo; e iv) motivação.</p>
<p>Idade dos conselheiros</p>	<p>Nenhum dos principais códigos recomenda uma idade específica para saída obrigatória dos conselheiros. Entretanto, alguns documentos, como o alemão, ressaltam a importância de os conselhos discutirem este tema e definirem uma regra formal a respeito. O código recomenda ainda que o conselho supervisor defina uma idade obrigatória para aposentadoria dos membros</p>	<p>A idade do conselheiro é um fator de peso relativo, devendo prevalecer sua efetiva contribuição para o conselho.</p>

	do conselho gestor (executivos responsáveis pela gestão diária das operações).	
Prazo do mandato	<p>Os códigos são unânimes em apontar que a reeleição dos conselheiros não deve ser automática, devendo ocorrer apenas após algum processo formal de avaliação de seu desempenho no mandato anterior. O Código da ICGN recomenda a eleição anual de todos os conselheiros, enquanto o Código francês recomenda um prazo máximo de mandato de quatro anos.</p> <p>O <i>Combined Code</i> britânico recomenda que os conselheiros não atuem por mais do que nove anos consecutivos no conselho, com no máximo três eleições para mandatos de três anos. Em caso de atuação superior a esse prazo, isso deverá ser levado em consideração na avaliação da independência do conselheiro.¹⁴</p> <p>O <i>King report</i> sul-africano recomenda que ao menos 1/3 dos conselheiros seja substituído a cada eleição, de forma a promover uma saudável reciclagem no órgão.</p> <p>Praticamente todos os códigos recomendam mandatos unificados para todos os conselheiros, de forma a evitar conselhos com mandatos intercalados.¹⁵ A única exceção é o Código Francês, que recomenda mandatos diferenciados como meio de evitar a possibilidade de substituição integral de todos os conselheiros.</p>	<p>O prazo do mandato do conselheiro não deverá ser superior a dois anos. A reeleição não deve ocorrer de forma automática, devendo levar em consideração os resultados da avaliação anual. Para evitar a vitaliciedade, o estatuto pode fixar um número máximo de anos de serviço contínuo no conselho.</p>
Participação em outros conselhos e comitês	<p>A dedicação de tempo dos conselheiros é um tema que ganhou muito espaço nas últimas edições dos principais códigos de governança. Todos ressaltam a importância de os conselheiros dedicarem tempo suficiente para o acompanhamento efetivo de suas companhias, indo muito além do mero comparecimento às reuniões do órgão.</p> <p>Nesse sentido, o Código francês recomenda que o conselheiro não atue como conselheiro em mais de quatro outras empresas simultaneamente. De forma similar, o Código alemão recomen-</p>	<p>A administração deve submeter à aprovação da assembleia geral o número máximo de conselhos e comitês a serem ocupados por seus conselheiros. É recomendável que esse limite observe as seguintes diretrizes: i) o presidente do conselho poderá participar como conselheiro de, no máximo, dois outros conselhos; ii) conselheiros externos e/ou independentes que não tenham outra atividade poderão</p>

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
	<p>da a participação simultânea em um número máximo de cinco conselhos de administração por conselheiro.</p> <p>Já o <i>Combined Code</i> britânico recomenda que executivos de companhias listadas participem no máximo de um conselho de outra companhia listada e que não aceitem participar da presidência de outros conselhos.¹⁶</p>	<p>participar de, no máximo, cinco conselhos; iii) executivos seniores poderão participar como conselheiros de apenas uma organização, salvo se tratar-se de empresa coligada ou do mesmo grupo; iv) conselheiros internos e/ou diretor-presidente poderão participar de, no máximo, um outro conselho, salvo se tratar-se de empresa coligada ou do mesmo grupo; e v) diretores executivos e presidentes de conselho não devem exercer cargo de presidência de conselho de outra organização, salvo se tratar-se de empresa do mesmo grupo.</p>
<p>Segregação das funções de presidente do conselho e diretor-presidente</p>	<p>Praticamente todos os códigos destacam a importância da presença de pessoas distintas ocupando os cargos de presidente do conselho de administração e diretor-presidente. Os mais enfáticos neste quesito são o <i>Combined Code</i> britânico e o <i>King report</i> sul-africano. Ambos recomendam fortemente não só a presença de pessoas distintas, como também que o presidente do conselho não seja o antigo diretor-presidente (CEO) da companhia. Segundos os documentos, a divisão de responsabilidade entre ambos deve ser estabelecida por escrito, com aprovação de todo o conselho.</p> <p>Os códigos francês e da NACD são os únicos destoantes da recomendação de segregação de funções entre os dois principais cargos corporativos. Enquanto o Código francês afirma não recomendar especificamente um ou outro caminho, o Código da NACD destaca que a independência do conselho pode ser</p>	<p>Deve ser evitado o acúmulo das funções de presidente do conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa. É recomendável que o diretor-presidente não seja membro do conselho de administração, mas participe das reuniões do conselho como convidado.</p>

	<p>obtida por meio da figura de um conselheiro independente líder, mesmo quando o CEO acumular a presidência do conselho.</p>	
<p>Papel do presidente do conselho de administração</p>	<p>Os Códigos britânico e sul-africano são os mais explícitos em relação às atribuições do presidente do conselho. De acordo com esses documentos, ele é responsável pela liderança do conselho de administração, assegurando a efetividade de seu funcionamento e a definição de sua agenda. É ele o responsável por garantir que os conselheiros recebam informações precisas, claras e com a antecedência adequada para as reuniões. Ele também deve ser o principal interlocutor dos acionistas, comunicando-se com eles periodicamente. O <i>King's report</i> destaca ainda que cabe ao presidente do conselho estabelecer o "tom ético" do órgão, participar ativamente na seleção de novos conselheiros (via comitê de nomeação), supervisionar o processo de avaliação de desempenho do conselho e assegurar a presença de um plano de sucessão dos principais executivos da companhia.</p>	<p>O presidente do conselho tem a responsabilidade de assegurar a eficácia e o bom desempenho do órgão e de cada um de seus membros. Cabe a ele estabelecer objetivos e programas do conselho, presidir as reuniões, organizar e coordenar a agenda, coordenar e supervisionar as atividades dos demais conselheiros, atribuir responsabilidades e prazos e monitorar o processo de avaliação do conselho, segundo os princípios da boa governança corporativa. Deve ainda assegurar-se de que os conselheiros recebam informações completas e tempestivas para o exercício dos seus mandatos.</p>
<p>Sessões executivas</p>	<p>Todos os códigos recomendam fortemente que os conselheiros externos (não participantes da gestão diária da companhia) se reúnam periodicamente (ao menos anualmente) sem a presença de executivos da empresa. O Código da NACD recomenda também que os conselheiros tenham a oportunidade de se reunir com o diretor financeiro e com outros executivos seniores sem a presença do diretor-presidente (CEO) da companhia. Vale a pena destacar ainda a recomendação do <i>Combined Code</i> britânico de que os conselheiros externos se reúnam anualmente sem a presença do presidente do conselho a fim de avaliar seu desempenho.</p>	<p>O conselho deve realizar regularmente sessões sem a presença dos executivos – as chamadas sessões executivas. É importante que os conselheiros independentes e externos reúnam-se com regularidade, sem a presença dos diretores e/ou dos conselheiros internos.</p>
<p>Conselheiros suplentes</p>	<p>Nenhum código faz referência à eventual presença de conselheiros suplentes, muito provavelmente em virtude da inexistência de tal prática nos principais mercados.</p>	<p>A existência de conselheiros suplentes não é uma boa prática de governança corporativa e deve ser evitada.</p>

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
Número de membros	<p>Nenhum documento faz referência a um tamanho específico dos conselhos. Por outro lado, todos recomendam que os conselhos avaliem seu número de membros periodicamente, definindo o tamanho ideal dadas as especificidades das empresas. A maior preocupação é com a formação de conselhos muito grandes, que dificultem o processo de discussão interna e as decisões do órgão.</p>	<p>O número recomendado é de, no mínimo, 5, e, no máximo, 11 conselheiros.</p>
Conselheiros independentes	<p>Todos os códigos são unânimes em destacar a importância de conselheiros independentes para um bom modelo de governança corporativa. Logo, todos recomendam uma proporção substancial de independentes nos conselhos. Segundo o Código da ICGN, entre os principais fatores que podem afetar a independência dos conselheiros, destacam-se: (a) a atuação prévia como executivo da companhia; (b) eventuais relacionamentos pessoais, de negócios ou financeiros entre os conselheiros e a companhia (ou seus acionistas mais relevantes); (c) o tempo no cargo; e (d) a presença de um sistema de remuneração excessivamente alinhado ao dos executivos. O <i>Combined Code</i> recomenda que o conselho identifique no relatório anual que conselheiros são considerados independentes.</p>	<p>O conselho deve avaliar objetivamente a independência de seus conselheiros, incluindo a definição e divulgação de um período máximo de permanência de um membro como independente. O conselheiro independente se caracteriza por:¹⁷ não ter qualquer vínculo com a organização, exceto participação não relevante no capital; não ser sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante; não ser vinculado por acordo de acionistas; não estar vinculado a organizações relacionadas ao sócio controlador; não ter sido empregado ou diretor da organização (ou de suas subsidiárias) há pelo menos três anos; não ser ou ter sido, há menos de três anos, conselheiro de organização controlada; não estar fornecendo, comprando ou negociando, direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à organização</p>

		<p>em escala relevante para o conselheiro; não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum executivo da organização; não receber outra remuneração da além dos honorários de conselheiro; não ter sido sócio nos últimos três anos de firma de auditoria que tenha atuado como auditor independente da organização; não ser membro de entidade sem fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da organização; ter independência em relação ao CEO; não depender financeiramente da remuneração da organização.</p>
<p>Avaliação do conselho e do conselheiro</p>	<p>Os Códigos são unânimes em ressaltar a importância de uma avaliação formal no mínimo anual do conselho de administração e dos conselheiros individualmente. Segundo o <i>Combined Code</i> britânico, o procedimento deve ser formal, rigoroso e transparente para todos os acionistas. Os códigos recomendam ainda uma avaliação formal do funcionamento dos comitês de assessoramento ao conselho.</p> <p>De acordo com o Código francês, a avaliação do conselho deve ter três objetivos: i) avaliar o funcionamento do órgão; ii) avaliar se as questões importantes são preparadas adequadamente pela gestão e debatidas em profundidade pelo conselho; e iii) medir a contribuição real de cada conselheiro para o trabalho do órgão.</p> <p>De acordo com o Código da ICGN, as empresas devem divulgar nos seus relatórios anuais o processo de tais avaliações, bem como as mudanças ocorridas nos conselhos e comitês em função de seus resultados. Segundo o Código alemão, o relatório anual deve identificar os conselheiros com frequência menor a 50% nas reuniões do conselho supervisor.</p>	<p>Uma avaliação formal do desempenho do conselho e de cada um dos conselheiros deve ser feita anualmente. A condução da avaliação é de responsabilidade do presidente do conselho, e a participação de especialistas externos pode contribuir para a objetividade do processo. A avaliação individual é fundamental para a indicação à reeleição dos conselheiros. Recomenda-se que o processo e os resultados da avaliação sejam divulgados em item específico no relatório da administração.</p>

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
<p>Avaliação do diretor-presidente e da diretoria executiva</p>	<p>Todos os códigos destacam o papel fundamental do conselho de administração na avaliação formal e periódica do desempenho do executivo principal (CEO) da companhia com base em metas alinhadas ao melhor interesse de longo prazo dos acionistas.</p>	<p>O conselho de administração deve estabelecer as metas de desempenho do diretor-presidente no início do exercício e realizar, anualmente, uma avaliação formal desse profissional. Cabe ao diretor-presidente avaliar o desempenho de sua equipe e estabelecer um programa de desenvolvimento. O resultado da avaliação dos executivos deve ser comunicado ao conselho com a proposição de permanência ou não nos respectivos cargos.</p>
<p>Planejamento da sucessão</p>	<p>Todos os principais códigos destacam a importância de um planejamento estruturado do processo sucessório dos principais executivos. De acordo com o Código da ICGN, uma das principais responsabilidades do conselho é supervisionar o planejamento sucessório das posições-chave. Tal plano deve conter ambas as possibilidades de substituição no curto prazo (em virtude de eventos imprevistos), e no longo prazo (em virtude da aposentadoria do diretor-presidente e demais executivos-chave).</p>	<p>O conselho de administração deve manter atualizado um plano de sucessão do diretor-presidente e assegurar que este o faça para todas as pessoas-chave da organização.</p>
<p>Conselhos interconectados ou entrelaçados (Board interlocking)</p>	<p>O Código alemão ressalta a importância de os conselheiros não exercerem cargos em companhias com operações concorrentes. Já o Código francês recomenda que uma determinada companhia A não indique para seu comitê de auditoria um conselheiro cuja companhia de origem B já contenha em seu comitê de auditoria um conselheiro da companhia A (evitando o entrelaçamento entre os comitês).</p>	<p>O conselheiro deve informar aos demais conselheiros sobre quaisquer outros conselhos (de administração, fiscal e/ou consultivo) dos quais faça parte. Caso se verifique conflito ou indisponibilidade de tempo, os demais conselheiros devem avaliar a conveniência da continuidade daquele conselheiro. Essas infor-</p>

		mações devem estar disponíveis nos relatórios periódicos.
Remuneração dos conselheiros de administração	Esse é um tema com enorme espaço em todas as versões mais recentes dos principais códigos de governança. Todos os documentos recomendam que a remuneração dos conselheiros independentes não seja estruturada de forma a comprometer sua independência em relação aos executivos ou acionistas controladores. ¹⁸ Por outro lado, todos (incluindo o alemão, mais conservador nesse quesito) recomendam que a remuneração dos conselheiros tenha um componente variável associado ao desempenho das companhias. Os códigos alemão, britânico e sul-africano não recomendam a concessão de planos de opções de ações para conselheiros externos. O Código da ICGN recomenda ainda que sejam incorporadas questões relativas ao gerenciamento de riscos na definição da política de remuneração. Em relação à transparência, todos os códigos recomendam a importância da divulgação individual e detalhada de todos os conselheiros e principais executivos, idealmente em um relatório de remuneração específico explicando todo o racional para os sistemas de incentivo em vigor e montantes pagos.	Os conselheiros devem ser adequadamente remunerados, considerando o mercado, as qualificações, o valor gerado à organização e os riscos da atividade. Contudo, as estruturas de incentivo da remuneração do conselho devem ser diferentes daquelas empregadas para a gestão, dada a natureza distinta dessas duas instâncias da organização. A remuneração baseada em resultados de curto prazo deve ser evitada para o conselho. O acesso do conselheiro a uma eventual parcela da remuneração em ações ou nelas referenciada só deve ser permitido em prazo superior ao definido para os gestores. Ninguém deve estar envolvido em qualquer deliberação que inclua sua própria remuneração. A remuneração dos conselheiros deve ser divulgada individualmente, ou ao menos em bloco separado daquele relativo à da gestão.
Regimento interno do conselho	Todos os códigos destacam a importância de os conselhos formalizarem seus <i>modus operandi</i> em um documento específico e acessível publicamente.	As atividades do conselho devem estar normatizadas em um regimento interno que torne claras suas responsabilidades, atribuições e medidas a serem adotadas em situações de conflito, em especial quando envolvidos o diretor-presidente e os sócios.
Comitês do conselho	Todos os principais códigos recomendam fortemente a instalação de comitês de assessoramento ao conselho de administra-	Comitês são órgãos acessórios ao conselho de administração. Os comitês estudam os assun-

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
	<p>ção. Três são praticamente consenso em todos os documentos: auditoria, remuneração e nomeação/governança. O Código da ICGN recomenda ainda que os conselhos avaliem a necessidade de um comitê de riscos.</p> <p>Os documentos destacam que tais comitês visam aprimorar o funcionamento do conselho, mas não significam uma delegação de poderes ou transferência de responsabilidade do conselho. Os comitês devem prever a possibilidade de contratação de assessoria técnica especializada pela companhia como forma de aprofundar seu entendimento sobre as matérias.</p> <p>A composição e o funcionamento dos comitês devem ser divulgados publicamente aos acionistas, idealmente no relatório anual.</p>	<p>tos de sua competência e preparam as propostas ao conselho. Só o conselho pode tomar decisões. Várias atividades do conselho que demandam muito tempo podem ser exercidas com mais profundidade por comitês. Dentre os que podem ser formados estão: comitê de auditoria, de recursos humanos (inclui o tema remuneração), de governança, de finanças e de sustentabilidade, entre outros.</p>
<p>Composição dos comitês</p>	<p>Os principais códigos são unânimes em recomendar que os comitês sejam compostos exclusivamente por conselheiros de administração.¹⁹</p> <p>O Código da ICGN recomenda que os comitês sejam compostos apenas por conselheiros externos. No caso dos comitês de auditoria e remuneração, todos devem ser independentes. Essa opinião é corroborada pelos Códigos britânicos, sul-africano e da NACD. Já o Código francês recomenda que ao menos 2/3 dos conselheiros do comitê de auditoria sejam independentes e que o comitê de remuneração não contenha qualquer executivo da companhia. De acordo com o <i>Combined Code</i> britânico, os comitês devem ter ao menos três membros, reduzindo-se para um mínimo de dois no caso de companhias de pequeno porte. O Código alemão recomenda que o presidente do comitê de auditoria tenha expertise e experiência na aplicação dos princí-</p>	<p>Os comitês do conselho devem ser, preferivelmente, formados apenas por conselheiros. Os comitês de auditoria e recursos humanos, dada a grande possibilidade de conflitos de interesses, devem ser, de preferência, formados exclusivamente por membros independentes do conselho, sem a presença de conselheiros internos.</p>

	<p>pios contábeis e na avaliação de sistemas de controles internos. A recomendação por ao menos um <i>expert</i> em finanças e contabilidade no órgão também é comum aos demais códigos de governança.</p>	
<p>Papel do comitê de auditoria</p>	<p>O comitê de auditoria é um elemento de governança considerado fundamental por todos os principais códigos do mundo. Entre as atribuições recomendadas, destacam-se a: i) interação com as auditorias interna e externa/independente; ii) supervisão das principais decisões contábeis e de auditoria; iii) participação ativa na seleção do auditor independente; iv) revisão da integridade de todas as informações financeiras da companhia divulgadas ao mercado, incluindo o monitoramento do processo de preparação das demonstrações financeiras; v) avaliação da efetividade dos sistemas de controles internos e dos procedimentos para o gerenciamento dos riscos; vi) revisão periódica da independência dos auditores da companhia, incluindo a análise de eventuais serviços de consultoria.</p>	<p>Recomenda-se a instituição do comitê de auditoria para: i) analisar as demonstrações financeiras; ii) promover a supervisão da área financeira; iii) garantir que a diretoria desenvolva controles internos confiáveis; iv) que a auditoria interna desempenhe a contento seu papel; e v) que os auditores independentes avaliem, por meio de sua própria revisão, as práticas da diretoria.</p> <p>Ao menos um integrante deverá ter experiência comprovada na área contábil ou de auditoria.</p>
<p>Papel do comitê de recursos humanos</p>	<p>O comitê de remuneração é considerado um elemento de governança fundamental pelos principais códigos. Entre suas atribuições, destacam-se a análise dos seguintes temas: i) definição dos parâmetros de remuneração (e demais benefícios) a serem atribuídos aos executivos e conselheiros, incluindo montantes e formas de remuneração variável; ii) definição de metas de desempenho dos principais executivos; iii) avaliação do desempenho dos executivos, <i>vis-à-vis</i> as metas estabelecidas; iv) avaliação do processo de planejamento sucessório das posições chave; v) avaliação da eficácia do processo de retenção de talentos na companhia.</p>	<p>Esse comitê deve discutir assuntos relativos à sucessão, à remuneração e ao desenvolvimento de pessoas. Cabe a ele examinar a fundo os critérios para contratação e demissão de executivos e avaliar as políticas existentes e os pacotes de remuneração. Deve ainda verificar se o modelo de remuneração prevê mecanismos para alinhar os interesses dos administradores aos da organização. A melhor prática é a composição preferivelmente com conselheiros independentes com conhecimentos específicos em recursos humanos/remuneração. O conflito de interesses</p>

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
	De acordo com o Código da ICGN, o comitê de remuneração ou recursos humanos deve avaliar a independência das eventuais consultorias de remuneração de executivos contratadas.	inerente às atribuições desse comitê reforça a necessidade de formação por conselheiros independentes.
Auditoria interna	Os principais códigos recomendam a existência de uma área de auditoria interna subordinada diretamente ao comitê de auditoria do conselho. De acordo com o Código da ICGN, caso a companhia opte por não implantar uma área de auditoria interna, deve reportar publicamente tal opção nos seus relatórios anuais. O <i>King's report</i> sul-africano é o mais detalhado nesse quesito, recomendando que o conselho exija a implantação de um sistema de auditoria interna baseados em riscos. Segundo o texto, a auditoria interna deve fornecer periodicamente ao comitê de auditoria um relatório formal de avaliação dos controles internos da organização. ²⁰	Em caso de terceirização desta atividade, os serviços de auditoria interna não devem ser exercidos pela mesma empresa que presta serviços de auditoria independente. A auditoria interna deve reportar-se ao comitê de auditoria ou, na falta deste, ao conselho de administração.
Secretaria do conselho de administração	Os Códigos britânico e sul-africano são os que mais destacam a necessidade de um secretário ou secretária do conselho de administração. Entre suas responsabilidades, destacam-se: i) assegurar um bom fluxo de informações dentro do conselho e entre executivos e conselheiros; ii) assessorar o conselho em todas as matérias relativas a questões de governança corporativa; e iii) apoiar o presidente do conselho na condução de todas as reuniões do órgão, incluindo o envio de materiais e elaboração das atas. Os códigos destacam ainda que a eleição e substituição dos(as) secretários(as) deve ser matéria de aprovação do conselho como um todo.	O conselho deve indicar um profissional (que não seja um dos conselheiros) para exercer a função de Secretário(a). Entre as suas funções, destacam-se: i) apoiar os processos de governança corporativa da organização; ii) auxiliar o presidente do conselho na definição da agenda das reuniões; iii) encaminhar a agenda e o material de apoio às reuniões do conselho, interagindo com os membros da diretoria a fim de atender às solicitações de esclarecimentos e de informações demandadas pelos conselheiros; iv) apoiar os conse-

		lheiros no desempenho de suas atividades; v) elaborar e publicar as atas das reuniões do conselho; e vi) administrar as informações disponibilizadas através do portal de governança, caso existente.
Datas e pautas das reuniões	Os códigos de governança destacam que a frequência e duração das reuniões do conselho devem ser tais que possibilitem revisão e discussões em profundidade das matérias de sua competência. Por outro lado, não recomendam uma frequência específica de reuniões. O Código britânico recomenda ainda que o conselho divulgue no relatório anual o número de reuniões do órgão e de seus comitês no ano, incluindo a frequência individual por conselheiro.	Ao presidente do conselho cabe a proposição de um calendário anual de reuniões. Deve ser evitada frequência superior à mensal. As pautas das reuniões devem ser preparadas pelo presidente do conselho, após ouvidos os demais conselheiros e o diretor-presidente.
Documentação e preparação das reuniões	De acordo com o código da ICGN, todos os conselheiros precisam ter conhecimento apropriado da companhia, incluindo acesso às suas operações e executivos. Em relação à documentação, o Código da NACD destaca que os conselheiros não podem confiar de forma passiva nos executivos para definição da pauta de suas reuniões e nas informações necessárias à deliberação das matérias. Logo, devem ser proativos na solicitação de informações adicionais que considerem ser necessárias. As informações devem ser enviadas aos conselheiros com profundidade e antecedência adequadas, de forma a aproveitar ao máximo o tempo das reuniões para debates entre os membros.	A eficácia das reuniões do conselho de administração depende muito da qualidade da documentação distribuída antecipadamente (mínimo de sete dias) aos conselheiros. As propostas devem ser bem fundamentadas.
Acesso a Informação pelos conselheiros	Todos os códigos são unânimes em destacar que os conselheiros devem ter acesso a todas as informações corporativas que considerarem necessárias para o bom exercício de suas funções, inclusive entre reuniões. O <i>Combined code</i> britânico destaca que eles devem procurar proativamente por mais informações que	O conselho de administração deve ter a liberdade de solicitar todas as informações necessárias ao cumprimento de suas funções, inclusive junto a especialistas externos, quando necessário. A diretoria, por sua vez, deve facilit

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
	considerarem necessárias. O Código francês recomenda também que os conselheiros recebam por meio de um <i>press release</i> todas as matérias na mídia envolvendo a companhia, incluindo críticas e relatórios de analistas. O código britânico recomenda ainda que os novos conselheiros passem por uma espécie de “curso de introdução”, recebendo informações relevantes das mais diferentes áreas.	tar o acesso dos membros do conselho de administração e do conselho fiscal às instalações da companhia e às informações, aos arquivos e documentos necessários ao desempenho de suas funções.
Atas das reuniões	De acordo com o Código francês, as atas das reuniões não podem ser ambíguas, devendo resumir de forma clara o debate (com eventuais questões levantadas) e as decisões tomadas. O <i>Combined Code</i> britânico destaca que as atas devem registrar eventuais preocupações e comentários de conselheiros com opiniões divergentes em relação às decisões tomadas. O Código britânico recomenda ainda que, em caso de pedido de demissão, os conselheiros externos elaborem uma carta formal para todos os demais conselheiros com eventuais preocupações de sua parte.	As atas devem ser redigidas com clareza. É preciso registrar todas as decisões tomadas, abstenções de voto por conflito de interesses, responsabilidades e prazos. O documento deve ser objeto de aprovação formal e assinada por todos os conselheiros presentes à reunião. Votos divergentes e discussões relevantes devem constar da ata quando requerido.

■ Tabela 8.2 – Recomendações dos principais códigos de governança internacionais e do Código do IBGC: dimensão “conselho de administração”.

Nota: Os códigos internacionais selecionados são: 1) Código da OECD (2004); 2) Código da ICGN (2009); 3) *Combined Code* do Reino Unido (2008); 4) Código norte-americano da NACD (2008); 5) Código de governança alemão (2008); 6) Código de governança francês (2008); e, 7) *King's Report* da África do Sul (2009). As referências completas dos códigos, incluindo local para acesso ao documento completo, encontram-se ao final do capítulo.

DIMENSÃO DE GOVERNANÇA: GESTÃO E TRANSPARÊNCIA DAS INFORMAÇÕES



TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
<p>Atribuições do diretor-presidente e da diretoria executiva</p>	<p>O papel do diretor-presidente (CEO) depende do modelo de governança do país no qual a companhia está inserida. No Código alemão, destaca-se a natureza colegiada para deliberações do conselho gestor, sem necessária ascendência do diretor-presidente sobre os demais. Já no modelo anglo-saxão, atribui-se um peso substancialmente bem maior à figura do CEO, algo refletido nos códigos desses países.</p> <p>De acordo com o <i>King's report</i> sul-africano, o CEO deve se esforçar para que a companhia atinja seus objetivos operacionais e financeiros, assegurando gestão adequada das questões diárias do negócio. Ele deve também assegurar que a estratégia de longo prazo e a visão da companhia permeie as ações de todos os executivos, visando criar valor para os acionistas. O CEO deve ter um papel ético nas companhias, promovendo um clima sadio e ético entre os colaboradores de forma a atrair, reter e motivar os funcionários de todos os níveis. Em relação à comunicação externa, o CEO deve ser o porta-voz da companhia.</p>	<p>O diretor-presidente é responsável pela gestão da organização e coordenação da diretoria. Ele atua como elo entre a diretoria e o conselho de administração. É o responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo conselho e deve prestar contas a esse órgão. Cada um dos diretores deve prestar contas ao diretor-presidente e, sempre que solicitado, ao conselho de administração, aos sócios e demais envolvidos, com a anuência do diretor-presidente. O diretor-presidente, em conjunto com os outros diretores, é responsável pela elaboração e implementação dos processos operacionais e financeiros após aprovação do conselho. O conceito de segregação de funções deve permear todos os processos.</p>
<p>Indicação dos diretores</p>	<p>Os códigos de governança têm como foco principal a figura do diretor-presidente, não tecendo recomendações específicas para o processo de escolha dos demais diretores.</p>	<p>Cabe ao diretor-presidente a indicação dos diretores e a proposição de suas respectivas remunerações para aprovação do conselho.</p>
<p>Transparência (<i>disclosure</i>)</p>	<p>Esse é um tema-chave de todos os principais códigos de governança. A transparência das informações (financeiras e não financeiras) é um imperativo em todos os documentos, que destacam a importância de os executivos divulgarem de forma clara (para todos os acionistas indistintamente) a posição corrente da com-</p>	<p>O diretor-presidente deve garantir que sejam prestadas aos <i>stakeholders</i> as informações de seu interesse, além das que são obrigatórias por lei. Ele deve assegurar que essa comunicação seja feita com clareza e prevalecendo</p>

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
	<p>panhia e perspectivas de futuro, incluindo potenciais passivos e direcionamento estratégico.</p> <p>Especificamente, o Código da ICGN recomenda que a companhia seja amplamente transparente em relação a todos os aspectos relativos à remuneração dos executivos, particularmente as métricas estabelecidas para avaliação de desempenho e gestão de riscos. O Código da OCDE destaca a necessidade da transparência acerca da estrutura societária das companhias, com identificação de seus acionistas até o nível de maior detalhe possível.</p> <p>O Código de governança alemão recomenda que a companhia elabore um relatório de governança corporativa anualmente com o objetivo de apresentar seu nível de adesão às melhores práticas recomendadas. Recomenda ainda que todas as informações repassadas para analistas sejam rapidamente divulgadas aos demais acionistas por meio da internet. Nesse sentido, o Código francês destaca que quaisquer práticas de "disclosure seletivo" para analistas devem ser descartadas.</p>	<p>a substância sobre a forma. Toda informação que possa influenciar decisões de investimento deve ser divulgada imediata e simultaneamente a todos os interessados. Internet e outras tecnologias devem ser exploradas para buscar a rapidez e a ampla difusão de tais informações.</p>
Controles internos	<p>Todos os códigos destacam que os executivos, particularmente o diretor-presidente, são responsáveis pelo desenho e a implantação de um sistema efetivo de controles internos.</p>	<p>O diretor-presidente, em conjunto com a diretoria, é responsável pela elaboração e a proposição para aprovação do conselho de sistemas de controles internos. Esses sistemas são voltados a monitorar o cumprimento dos processos operacionais e financeiros, assim como os riscos de não conformidade. A eficácia desses controles deve ser revista, no mínimo, anualmente.</p>

<p>Avaliação do diretor-presidente e da diretoria</p>	<p>Todos os códigos destacam a importância de os conselheiros, particularmente os externos, avaliarem formalmente e periodicamente o desempenho dos executivos, <i>vis-à-vis</i> metas previamente estabelecidas.</p>	<p>O diretor-presidente deve ser anualmente avaliado pelo conselho de administração. Ele é responsável pelo processo de avaliação da diretoria, que deve ser compartilhado com o conselho.</p>
<p>Remuneração dos executivos</p>	<p>Esse é um tema com enorme espaço nas versões mais recentes de todos os códigos. O Código da ICGN destaca a importância de o sistema de remuneração dos executivos ser alinhado à criação de valor de longo prazo para os acionistas. Recomenda ainda que a remuneração dos executivos leve em consideração o controle dos riscos aos quais as sociedades estão sujeitas, de forma a evitar recompensas pela assunção de riscos inadequados à custa da companhia e de seus acionistas.</p> <p>O Código alemão destaca o cuidado que se deve ter com o pagamento de cláusulas rescisórias elevadas em caso de término dos contratos dos executivos antes do prazo previsto. De acordo com o documento, o valor máximo a ser pago como rescisão dos diretores não pode superar o equivalente a dois anos de sua remuneração.</p> <p>Em relação à transparência, todos recomendam de forma unânime a divulgação individual e detalhada da remuneração dos principais executivos. Recomendam ainda a apresentação clara da relação entre remuneração variável e fixa, além de explicações de fácil entendimento acerca do racional para concessão de eventuais planos de opções de ações aos executivos.</p>	<p>A remuneração total da diretoria deve estar vinculada a resultados, com metas de curto e longo prazo relacionadas de forma clara e objetiva à geração de valor econômico para a organização. As organizações devem ter um procedimento formal e transparente de aprovação de suas políticas de remuneração e benefícios aos diretores, incluindo eventuais incentivos de longo prazo pagos em ações ou nelas referenciados. Ninguém deve estar envolvido em qualquer deliberação que inclua sua própria remuneração. A remuneração dos diretores deve ser divulgada individualmente, ou ao menos em bloco separado do montante relativo ao conselho de administração.</p>

■ **Tabela 8.3 – Recomendações dos principais códigos de governança internacionais e do Código do IBGC: dimensão “conselho de administração”.**

Nota: Os códigos internacionais selecionados são: 1) Código da OECD (2004); 2) Código da ICGN (2009); 3) Combined code do Reino Unido (2008); 4) Código norte-americano da NACD (2008); 5) Código de governança alemão (2008); 6) Código de governança francês (2008); e, 7) King’s report da África do Sul (2009). As referências completas dos códigos, incluindo local para acesso ao documento completo, encontram-se ao final do capítulo.

DIMENSÃO DE GOVERNANÇA: AUDITORIA INDEPENDENTE

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
Auditoria independente	Todos os códigos destacam a importância de uma auditoria externa para as companhias, independentemente da forma de sua constituição legal. O Código da ICGN recomenda que qualquer substituição inesperada de auditores seja divulgada amplamente ao mercado, com a apresentação de uma carta do auditor explicando os motivos de sua saída.	Toda organização deve ter suas demonstrações financeiras auditadas por auditor externo independente.
Relacionamento com a auditoria independente	Todos os códigos apontam o comitê de auditoria como principal interlocutor da auditoria independente em seu processo de seleção e avaliação de desempenho. Particularmente, esse comitê deve verificar periodicamente se o valor pago à empresa de auditoria independente não compromete sua independência.	Os auditores independentes devem reportar ao comitê de auditoria e, na falta deste, diretamente ao conselho de administração. O conselho de administração e/ou o comitê de auditoria devem estabelecer com os auditores independentes o plano de trabalho e o acordo de honorários. O comitê de auditoria deve recomendar ao conselho a contratação, remuneração, retenção e substituição do auditor.
Contratação e independência	Os códigos apresentam poucos detalhes em relação ao processo de contratação e eventual recontração das firmas de auditoria independente, provavelmente em função de previsões legais a respeito desse tema. Apenas o <i>King's Report</i> sul-africano comenta que o rodízio das auditorias, ao menos no nível dos sócios envolvidos, aumenta a percepção de independência de seus trabalhos.	Os auditores, em benefício de sua independência, devem ser contratados por período predefinido, podendo ser recontraçados após avaliação formal e documentada efetuada pelo comitê de auditoria e/ou conselho de sua independência e desempenho. Recomenda-se que a eventual renovação com a firma de auditoria, após prazo máximo de cinco anos, seja submetida à aprovação da maioria dos

		sócios presentes em assembleia geral. A votação deve incluir todas as classes de ações.
Serviços extra-auditoria	A prestação de outros serviços pela firma de auditoria pode minar sua independência. De acordo com o Código da ICGN, todos os serviços extra-auditoria prestados pela firma de auditoria independente devem ser aprovados previamente pelo comitê de auditoria e divulgados no relatório anual de forma clara. De acordo com o Código francês, as firmas de auditoria devem abrir mão de quaisquer serviços de consultoria (tais como consultorias tributárias, de tecnologia da informação etc.) para as companhias que auditam ou para companhias pertencentes ao grupo empresarial da companhia em questão. Por outro lado, serviços acessórios ou complementares à auditoria podem ser contratados, desde que com aprovação prévia do comitê de auditoria. ²¹	O auditor não pode auditar o seu próprio trabalho. Consequentemente, como regra geral, não deve realizar trabalhos de consultoria para a organização que audita. O comitê de auditoria ou, na sua ausência, o conselho, deve estar ciente de todos os serviços (inclusive os respectivos honorários) prestados pelos auditores independentes, de forma a garantir que não seja colocada em dúvida a independência do auditor.
Normas profissionais de independência	Vários códigos, como o alemão e o britânico, destacam a importância de um documento formal emitido anualmente pela auditoria independente informando todos os seus relacionamentos com a companhia auditada e atestando sua independência em relação à companhia em questão.	O auditor independente deve assegurar, anualmente, a sua independência em relação à organização. Essa manifestação deve ser feita por escrito ao comitê de auditoria e/ou conselho de administração. Na eventualidade de o sócio responsável técnico ser contratado pela organização, o conselho de administração deve avaliar a continuidade da relação com os auditores independentes.

■ Tabela 8.4 – Recomendações dos principais códigos de governança internacionais e do Código do IBGC: dimensão “auditoria independente”.

Nota: Os códigos internacionais selecionados são: 1) Código da OECD (2004); 2) Código da ICGN (2009); 3) Combined code do Reino Unido (2008); 4) Código norte-americano da NACD (2008); 5) Código de governança alemão (2008); 6) Código de governança francês (2008); e, 7) King’s Report da África do Sul (2009). As referências completas dos códigos, incluindo local para acesso ao documento completo, encontram-se ao final do capítulo.

DIMENSÃO DE GOVERNANÇA: CONSELHO FISCAL		
TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
Conselho fiscal	Esse órgão de governança não existe nos principais mercados de capitais. Como resultado, não há recomendações nos principais códigos de governança.	O conselho fiscal é parte integrante do sistema de governança das organizações brasileiras. Deve ser visto como um controle independente para os sócios que visa agregar valor para a organização. Os conselheiros fiscais possuem poder de atuação individual, apesar de o órgão ser colegiado.
Composição	Não aplicável.	Nas organizações em que haja controle definido, os sócios controladores devem abrir mão da prerrogativa de eleger a maioria dos membros do conselho fiscal.
Agenda de trabalho	Não aplicável.	Ao conselho fiscal convém introduzir um regimento interno que não iniba a liberdade de ação individual dos conselheiros.
Relacionamento com o comitê de auditoria	Não aplicável.	O conselho fiscal não substitui o comitê de auditoria. Enquanto este é órgão de controle com funções delegadas pelo conselho de administração, aquele é instrumento de fiscalização com atribuições definidas por lei, não se subordinando ao conselho de administração. Quando ambos estão em funcionamento, devem coordenar suas atividades. É recomendável que realizem algumas reuniões conjuntas.

Remuneração do conselho fiscal	Não aplicável.	Os conselheiros fiscais devem ter remuneração adequada, ponderadas a experiência e a qualificação necessária ao exercício da função. Não deve haver remuneração variável para conselho fiscal. A remuneração dos conselheiros fiscais deve ser divulgada individualmente, ou ao menos em bloco separado da remuneração dos administradores.
--------------------------------	----------------	---

■ **Tabela 8.5 – Recomendações dos principais códigos de governança internacionais e do Código do IBGC: dimensão “conselho fiscal”.**

Nota: Os códigos internacionais selecionados são: 1) Código da OECD (2004); 2) Código da ICGN (2009); 3) Combined Code do Reino Unido (2008); 4) Código norte-americano da NACD (2008); 5) Código de governança alemão (2008); 6) Código de governança francês (2008); e, 7) King’s Report da África do Sul (2009). As referências completas dos códigos, incluindo local para acesso ao documento completo, encontram-se ao final do capítulo.

DIMENSÃO DE GOVERNANÇA: ÉTICA E CONFLITO DE INTERESSES

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
Código de conduta	<p>Todos os principais códigos de governança destacam a importância da presença de um código de ética ou conduta amplamente difundido nas companhias. De acordo com o Código da ICGN, o documento deve estipular os valores éticos da organização, bem como diretrizes específicas para a interação entre a companhia e seus públicos internos e externos. O código de ética ou conduta deve ser comunicado de forma ativa e contínua pela companhia por meio de treinamentos e debates, de forma a integrar-se à sua estratégia e operações. É função do conselho de administração, segundo o <i>King's Report</i>, assegurar que a integridade permeie todos os aspectos e relacionamentos da companhia.</p>	<p>Além do respeito às leis do país, toda organização deve ter um código de conduta que comprometa administradores e funcionários. O documento deve ser elaborado pela diretoria de acordo com os princípios e políticas definidos e aprovados pelo conselho de administração. O código deve refletir a cultura da empresa. O diretor-presidente e a diretoria devem zelar pelo cumprimento do Código de Conduta da organização aprovado pelo conselho.</p>
Conflito de interesses	<p>O conflito de interesses está no cerne da governança e, como resultado, o tema está presente em todos os códigos. No geral, todos recomendam que os conselheiros não participem da discussão e deliberação das matérias em que há conflito de interesses. Segundo o Código da OCDE, os conselheiros e executivos devem divulgar de forma clara se eles possuem interesse direto ou indireto no resultado de alguma operação comercial específica ou em alguma outra matéria que pode afetar os resultados da companhia. O Código da ICGN recomenda que as companhias desenvolvam um processo para identificar e tratar os conflitos de interesses de seus conselheiros.</p>	<p>Há conflito de interesses quando alguém não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da organização. Essa pessoa deve manifestar, tempestivamente, seu conflito de interesses ou interesse particular. Caso não o faça, outro pode manifestar o conflito. Os conselheiros, assim como os executivos, têm dever de lealdade com a organização e a totalidade dos sócios, e não apenas com aqueles que os elegeram.</p>

<p>Operações com partes relacionadas</p>	<p>Esse é outro tema-chave de governança corporativa. De acordo com o Código da ICGN, as empresas devem ter um processo bem definido para lidar com as transações com partes relacionadas. Como sugestão, recomenda-se a instalação de um comitê composto exclusivamente por conselheiros independentes para avaliar as transações com partes relacionadas mais relevantes e emitir um parecer acerca das condições da operação em questão. As companhias devem ainda divulgar anualmente um resumo detalhado de todas as suas transações com partes relacionadas para seus acionistas.</p>	<p>É dever dos membros do conselho de administração monitorar e administrar potenciais conflitos de interesses dos executivos, dos conselheiros e dos sócios, de forma a evitar o mau uso dos ativos da organização e, especialmente, abusos em transações entre partes relacionadas. Essas operações devem ser embasadas por laudos de avaliação independentes, e o conselho deve zelar para que essas transações sejam conduzidas dentro de parâmetros de mercado. Empréstimos em favor do controlador e dos administradores devem ser proibidos. Operações com partes relacionadas devem observar políticas definidas e ser benéficas à organização. Tão logo identificado conflito de interesses em relação a um tema específico, a pessoa envolvida deve afastar-se, inclusive fisicamente, das discussões e deliberações, sem descuidar dos deveres legais do administrador. O afastamento temporário deve ser registrado em ata.</p>
<p>Uso de informação privilegiada (<i>insider information</i>)</p>	<p>Os códigos enfatizam o dever de sigilo aos quais todos os conselheiros estão sujeitos. De acordo com o Código francês, o conselheiro deve evitar comprar ou vender títulos mobiliários ou derivativos de papéis da companhia quando tiver conhecimento de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado.</p>	<p>O código de conduta deve condenar o uso de informações privilegiadas para benefício próprio ou de terceiros. A organização deve também dispor, em documento específico, sobre os procedimentos para evitar ou punir o uso indevido dessas informações.</p>
<p>Política de negociação de ações</p>	<p>Segundo os principais códigos de governança, todas as companhias devem ter regras claras para negociação de valores mobiliários por parte de seus conselheiros e executivos. Essas regras devem prever um período de proibição para negociação de papéis antes da divul-</p>	<p>As companhias abertas devem adotar uma política de negociação de valores mobiliários de sua emissão. Essas diretrizes devem ser aplicáveis aos sócios controladores, diretores e membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de órgãos</p>

TEMA	O QUE DIZEM OS PRINCIPAIS CÓDIGOS INTERNACIONAIS DE GOVERNANÇA	O QUE RECOMENDA O CÓDIGO DO IBGC (4ª VERSÃO, 2009)
	gação de demonstrações financeiras ou outros períodos sensíveis.	estatutários. A organização deve desenvolver e monitorar controles que viabilizem o cumprimento dessa política.
Política de divulgação de informações	Como esse tema geralmente é definido pela regulação dos diferentes países, os códigos não trazem recomendações específicas a respeito da forma de comunicação de novas informações materiais ao mercado.	Como forma de materializar o princípio de transparência, a organização deve formalizar uma política de divulgação de informações. A premissa é que a divulgação seja completa, objetiva, tempestiva e igualitária.
Política sobre contribuições e doações	Apenas o King's Report sul-africano faz uma menção específica a esse tema. De acordo com o documento, as companhias devem elaborar uma política de relacionamento com <i>stakeholders</i> que preveja, entre outras coisas, a participação ou não da companhia em contribuições políticas e os critérios para tomada de decisões relativas a esse tema.	A fim de assegurar maior transparência sobre a utilização dos recursos dos seus sócios, as organizações devem elaborar uma política sobre suas contribuições voluntárias, inclusive políticas. O conselho de administração deve ser o órgão responsável pela aprovação de todos os desembolsos relacionados a atividades políticas. Anualmente, a empresa deve divulgar, de forma transparente, todos os custos oriundos de suas atividades voluntárias.

■ Tabela 8.6 – Recomendações dos principais códigos de governança internacionais e do Código do IBGC: dimensão “conduta e conflitos de interesse”.

Nota: Os códigos internacionais selecionados são: 1) Código da OECD (2004); 2) Código da ICGN (2009); 3) Combined Code do Reino Unido (2008); 4) Código norte-americano da NACD (2008); 5) Código de governança alemão (2008); 6) Código de governança francês (2008); e, 7) King's Report da África do Sul (2009). As referências completas dos códigos, incluindo local para acesso ao documento completo, encontram-se ao final do capítulo.

8.3 BONS E MAUS EXEMPLOS VIS-À-VIS AS PRÁTICAS RECOMENDADAS

As práticas de governança não se resumem àquelas previstas nos códigos. Elas evoluem de forma dinâmica, tanto positiva quanto negativamente. A seguir, são apresentadas notícias com episódios recentes envolvendo práticas de governança bem e mal recebidas pelo mercado.

Pfizer inova na prática de comunicação com investidores

A companhia farmacêutica Pfizer anunciou em julho de 2007 que o conselho de administração irá convidar seus maiores investidores institucionais para uma reunião na qual terão a oportunidade de apresentar sugestões sobre as práticas de governança da empresa, incluindo a política de remuneração dos executivos. A empresa é pioneira na iniciativa de estruturar reuniões regulares entre seu conselho e investidores externos sobre as práticas de governança adotadas.

Os investidores convidados representam 35% do total de ações da Pfizer. Em comentário divulgado pelo *press release* oficial da companhia, seu conselheiro líder (*lead director*) Constance Horner afirmou: “acreditamos que este encontro com nossos acionistas sobre práticas de governança e políticas de remuneração fornecerá *insights* valiosos que nos ajudarão a manter o mais alto padrão de governança”.

No mesmo documento, o conselheiro complementou que “eu e os presidentes dos comitês de governança corporativa, auditoria e remuneração do conselho estamos comprometidos a participar dessas reuniões e a ouvir os pontos de vista dos acionistas”. De acordo com a empresa, seu conselho já possui diversos mecanismos para fomentar a comunicação com acionistas, incluindo: a disponibilização de e-mails do conselheiro líder e dos presidentes dos comitês do conselho, uma política de revisão periódica pelo conselho de todas as comunicações recebidas dos acionistas e a participação sistemática dos conselheiros em conferências de investidores dedicadas à governança corporativa.

A Pfizer é reconhecida nos Estados Unidos como uma empresa líder na adoção pioneira de diversas práticas governança nas últimas duas décadas, entre as quais: a eliminação dos *poison pills*, a proibição da eleição de conselhos com mandatos diferenciados (*staggered boards*), a adoção da eleição

de conselheiros pela maioria dos votos dos acionistas (*majority voting*) e a adoção de um nível de *disclosure* sobre as práticas de remuneração dos seus executivos além das exigências da SEC.

A iniciativa, porém, não está livre de críticas. Alguns ativistas alegam que, como todas as informações corporativas têm de ser fornecidas simultaneamente para todos os investidores, a empresa deveria realizar um *webcast* da reunião para todos os acionistas, o que não foi definido pela companhia na ocasião.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 4, n. 48, ago. 2007. Coluna Governança Corporativa: “Conselho da Pfizer promove comunicação com investidor”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Canal de comunicação inovador na Morningstar

Visando se comunicar de forma mais transparente com o público e reduzir a lacuna informacional entre grandes investidores e acionistas individuais, a empresa de assessoria de investimentos Morningstar de Chicago implantou uma prática de governança inovadora: a realização de fóruns mensais para responder questões sobre seu negócio a qualquer investidor.

O processo funciona da seguinte forma: os investidores submetem questões por e-mail, fax ou correio para a empresa. O diretor de relações com investidores coleta as informações junto às áreas responsáveis e relata as respostas ao final de cada mês num relatório para os investidores. Além de divulgar as respostas em seu *website*, a empresa as arquiva mensalmente junto à SEC.

O primeiro relatório, divulgado em 3 de junho, apresentou 21 questões, que versavam sobre diversos temas, como perspectivas de longo prazo, planos de contratação, potenciais aquisições e despesas com opções de ações, entre outros.

O objetivo da empresa, descrito no relatório arquivado junto a SEC, é: “se comunicar igualmente com todos os investidores, sem qualquer tratamento especial para analistas ou grandes acionistas”. A prática foi elogiada por diversos agentes de mercado. Segundo Alyssa Machold, diretora executiva do *Council of Institutional Investors*, esse é um ótimo exemplo de comunicação pró-ativa com os acionistas. Na mesma linha, o *Wall Street Journal*, em matéria de 15 de junho, chamou a atitude da empresa de “democracia em ação”.

Fonte: revista *Capital Aberto*, ano 2, n. 23, jul. 2005. Coluna Governança Corporativa: “Canal aberto com o profissional de RI”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Liderança da governança corporativa na Alemanha dá mau exemplo em práticas de governança

Em janeiro de 2007, a assembleia de acionistas da ThyssenKrupp AG, conglomerado industrial alemão, aprovou uma mudança estatutária contrária às recomendações do código de governança do país: o direito perene de a Fundação Krupp, principal acionista com 25,1% das ações, indicar três dos dez membros do conselho supervisor eleitos pelos acionistas (os outros dez membros do comitê supervisor são eleitos pelos empregados).

De acordo com o Código alemão, a assembleia anual dos acionistas é que deveria eleger todos os conselheiros. O caso ganhou maior notoriedade em função de a proposta ter sido defendida em assembleia pelo presidente do conselho supervisor da ThyssenKrupp, Gerhard Cromme, que, além de uma das principais lideranças empresariais da Alemanha, é simplesmente o presidente da comissão que elaborou o Código de governança alemão em 2002.

A iniciativa foi mal recebida pelo mercado e mídia especializada. De acordo com a revista *The Economist*, “Gerhard Cromme pratica pouco o que prega”. Cromme, ex-presidente da companhia e com laços de longa data com a Fundação Krupp, se defendeu argumentando que a concessão do direito perpétuo de indicação de conselheiros para a Fundação Krupp iria aprimorar a transparência da companhia, já que deixaria claro quem seriam os conselheiros apoiados pela Fundação.

Além da defesa da proposta, outro comportamento de Cromme que contradiz as recomendações do Código de governança do país é sua atuação como presidente do conselho supervisor de uma companhia na qual atuou anteriormente com diretor-presidente. A mudança estatutária da ThyssenKrupp foi aprovada com 78,9% dos votos presentes. De acordo com o *website* da ISS (*Institutional Shareholder Services*), grandes investidores votaram a favor da proposta da direção por temerem contrariar Cromme, que possui assento em outros nove conselhos supervisores de grandes companhias alemãs (outra má prática, já que o Código alemão recomenda a atuação em no máximo cinco conselhos simultaneamente).

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 4, n. 43, mar. 2007. Coluna Governança Corporativa: “Liderança alemã dá mau exemplo em governança”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

- 1) Qual o propósito dos códigos de governança? Em sua opinião, as empresas que adotarem todas as práticas recomendadas se tornarão de fato mais eficientes e auferirão melhor desempenho ao longo do tempo?
- 2) Após a leitura das recomendações do Código do IBGC e dos principais códigos internacionais, como você avalia as práticas de governança das empresas brasileiras atualmente, *vis-à-vis* tais recomendações?
- 3) Compare as principais práticas recomendadas com as práticas atualmente adotadas pela organização em que você atua. Quais são as principais lacunas de governança de sua organização?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AFEP-MEDEF (Association Française des Entreprises Privées - Mouvement des Entreprises de France): (2008). *Corporate Governance Code of Listed Corporations*. Disponível em: <http://www.code-afep-medef.com/>.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL (2008). *The Combined Code on Corporate Governance*. Disponível em: <http://www.frc.org.uk/CORPORATE/COMBINEDCODE.CFM>.

GERMAN CORPORATE GOVERNANCE CODE. (2008). *Deutscher Corporate Governance Kodex*. Disponível em: <http://www.corporate-governance-code.de/>.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4ª ed. Disponível em: www.ibgc.org.br.

ICGN – International Corporate Governance Network. (2009). *ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised (3 jun. 2009)*. Disponível em: <http://www.icgn.org/best-practice/icgn-global-corporate-governance-principles/>.

INSTITUTE OF DIRECTORS IN SOUTHERN AFRICA. (2009). *King Committee on Governance – Code of Governance Principles for South Africa*. Disponível em: <http://www.iodsa.co.za/>.

NACD – National Association of Corporate Directors. (2008). *Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies*. Disponível em: http://www.ecgi.org/codes/documents/nacd_key_agreed_principles_16oct2008_en.pdf.

OECD – Organisation for Economic Co-Operation and Development. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

¹ Para mais informações sobre o Código *Cadbury*, vide Capítulo 6.

² *European Corporate Governance Network*. A relação com todos os Códigos de Governança encontra-se disponível em http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php

³ A maioria dos códigos citados passou por revisões relevantes nos últimos anos. Como resultado, o ano indicado representa a versão do código analisada.

⁴ Em 2010, o *Combined Code* britânico sofrerá nova revisão. O código deverá ser rebatizado para *UK Corporate Governance Code*.

⁵ A AFEP é a Associação Francesa de Empresas Privadas (*Association Française des Entreprises Privées*), enquanto a MEDEF é o Movimento das Empresas da França (*Mouvement des Entreprises de France*).

⁶ O Código Sul-Africano é amplamente reconhecido dentre os especialistas em governança corporativa como um dos principais documentos de referência em função de sua amplitude de temas e profundidade. Assim, ele foi selecionado entre os principais, apesar de não pertencer a um dos países com um dos mais relevantes mercados de capitais do mundo.

⁷ O outro documento de referência é a cartilha “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, elaborado em junho de 2002. O documento, disponível no Web site da Comissão de Valores Mobiliários (www.cvm.gov.br), contém recomendações (e não exigências) da CVM relativas a boas práticas de governança. Entretanto, o documento teve baixa divulgação e não sofreu revisões posteriores. Como resultado, encontra-se em um segundo plano dentro das discussões sobre governança corporativa no país.

⁸ De acordo com o Web site do IBGC, o Código de Governança do Instituto é resultado de contribuições dos próprios agentes de mercado, seus maiores usuários. O documento tradicionalmente passa por um processo intenso de discussão e audiência pública, no qual recebe sugestões de entidades de mercado, associações de classe, associações profissionais e indivíduos de reconhecida competência na matéria.

⁹ No Brasil, destacam-se as diretrizes de governança de companhias como BMF-BOVESPA, Itaú-Unibanco e CCR Rodovias, entre outras.

¹⁰ As tabelas resumem as principais recomendações dos documentos de referência sobre o tema. Deve-se, entretanto, ressaltar que os documentos citados apresentam outras recomendações relevantes. Assim, recomenda-se fortemente a leitura na íntegra dos códigos de governança em questão, particularmente do “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC”, disponível em www.ibgc.org.br

¹¹ O King’s Report Sul-Africano ressalta ainda a questão da cidadania corporativa e da sustentabilidade como algo a ser visto como uma oportunidade de negócios para as companhias. De acordo com o Código: “*The board’s paramount responsibility is the positive performance of the company in creating value for its shareholders. The board should ensure that the company acts as and is seen to be a responsible corporate citizen – does not undermine the sustainability of its social and natural environments. The board should consider sustainability as a business opportunity*”.

¹² O Código da ICGN recomenda ainda que o conselho defina o nível de “apetite a riscos” das companhias e mantenha uma política formal para gerenciamento dos riscos: “*The board should also determine the company’s risk-bearing capacity and the tolerance limits for key risks, to avoid the company exceeding an appropriate risk appetite. Companies should maintain a documented risk management plan. The board should approve the risk management plan at least annually*”.

¹³ Seção 2.15 do Código “Conselheiros independentes, externos e internos”.

¹⁴ A nova edição do *Combined Code*, a ser publicada em meados de 2010, recomenda a reeleição anual dos conselheiros como forma de aumentar a prestação de contas do órgão e dar aos acionistas a oportunidade de expressar com maior frequência sua opinião sobre o trabalho dos conselheiros.

¹⁵ Os conselhos com mandatos intercalados são conhecidos internacionalmente como *staggered boards*.

¹⁶ Especificamente, o *Combined Code* recomenda que os executivos não participem em mais de um conselho de grandes empresas pertencentes ao índice FTSE 100. No original: “*The board should not agree to a full time executive director taking on more than one non-executive directorship in a FTSE 100 company nor the chairmanship of such a company*.”

¹⁷ De acordo com o Código do IBGC, há três classes de conselheiros: independentes; externos (conselheiros que não têm vínculo atual com a organização, mas não são independentes, como ex-diretores e ex-funcionários, advogados e consultores que prestam serviços à empresa, sócios ou funcionários do grupo controlador e seus parentes próximos etc.); e internos (conselheiros que são diretores ou funcionários da organização).

¹⁸ O Código Francês recomenda que a definição da remuneração dos conselheiros seja baseada em seis princípios: amplitude de mecanismos de remuneração, equilíbrio entre os componentes fixos e variáveis da remuneração, determinação de padrões de referência/*benchmarks*, consistência, clareza de regras e razoabilidade. No original: “*In order to determine the compensation, the boards must take into account the following principles: - Comprehensiveness: the compensation must be complete. Fixed components, bonus, stock options, performance shares, pension terms and specific benefits must be taken into account. - Balance between the compensation components: each compensation component must be clearly substantiated. - Benchmark: the compensation must be assessed within the context of a business sector and the international benchmark. - Consistency: the executive director’s compensation must be determined in a manner consistent with the other officers of the company. - Clarity of the rules: the rules must be simple, stable and transparent. - Reasonableness: the method of determining the compensation and award of stock options and performance shares must take into account at the company’s general interest, market practices and officer performance*.”

¹⁹ Os conselheiros devem ser titulares, e não suplentes. O *King Report* Sul-Africano destaca ainda que pessoas externas à Administração, tais como consultores, podem estar presentes às reuniões dos comitês sob convite, não devendo, entretanto, fazer parte de sua composição.

²⁰ No original do *King Report*: “King – “*The board should ensure that there is an effective risk-based internal audit. The board should ensure that assurance of internal control procedures provides reliable, valid and timely information for purposes of monitoring and evaluating the management and company performance. Internal controls should be established not only over financial matters but also operational, compliance and sustainability matters to manage the risks facing the company. The board should ensure that the internal audit plan is risk-centric, and that the internal audit function has given the audit committee a written assessment of the adequacy of the internal controls.*”

²¹ No original do Código Francês: “*For listed corporations, the statutory auditing assignment should be exclusive of any other assignment not related to statutory audit. The selected firm should give up, for itself and the network to which it belongs, any consulting activity (legal, tax, IT, etc.) performed directly or indirectly for the corporation having selected it or for its group. However, subject to prior approval from the audit committee, services that are accessory or directly complementary to auditing may be performed, such as acquisition audits, but exclusive of valuation or advisory services.*”

CAPÍTULO 9

O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO COMO MECANISMO FUNDAMENTAL DE GOVERNANÇA

Conceitos apresentados nesse capítulo

- Papel e atribuições do conselho de administração;
- O conselho de administração e o processo decisório na alta gestão;
- O conselheiro independente: um personagem fundamental na governança corporativa;
- Os comitês de assessoramento do conselho de administração;
- O conselho fiscal;
- Tendências recentes nos conselhos de administração;
- Apêndice 9.1: Em busca do conselheiro efetivo;
- Apêndice 9.2: Conselhos de administração como redes sociais;
- Apêndice 9.3: Modelo para autoavaliação do conselho de administração.

9.1 PAPEL E ATRIBUIÇÕES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Chief Executives are not looking for Dobermans on Corporate Boards. They're looking for Cocker Spaniels.¹

(Warren Buffet,

“Attacking the corporate gravy train”, *The Economist*, 28 maio 2009)

O conselho de administração é o elo entre os acionistas e a gestão diária das companhias. O órgão tem como grande missão procurar maximizar o valor de longo prazo da empresa, assegurando, assim, aumento sustentável do patrimônio de todos os acionistas.²

Para cumprir sua missão, o conselho possui duas grandes atribuições: decidir sobre as grandes questões do negócio e monitorar os executivos a favor dos acionistas. Em relação à primeira, destaca-se a tomada das decisões estratégicas, incluindo as de investimento e financiamento, entre outras. Em relação à segunda, destacam-se a verificação constante dos sistemas de controle da companhia (políticas de gestão de risco, trabalhos das auditorias etc.) e a seleção, avaliação de desempenho, definição da remuneração e substituição dos principais executivos. Diversos autores propõem ainda um terceiro papel relevante ao conselho, argumentando que o órgão deve proporcionar conexões às companhias a fim de facilitar seu acesso a recursos externos, tais como capital, tecnologias e contatos políticos.

De acordo com os principais códigos de governança, o conselho de administração deve desempenhar as seguintes tarefas fundamentais:³

- Fixar as diretrizes estratégicas do negócio;
- Decidir sobre as matérias envolvendo as principais decisões de investimento, financiamento e destinação de resultados;
- Decidir sobre matérias envolvendo fusões e aquisições;
- Definir o pacote de remuneração dos altos executivos;
- Eleger, monitorar e substituir o diretor-presidente e demais diretores;
- Planejar a sucessão do presidente e dos outros executivos-chave;
- Promover um processo estruturado para nomeação de novos conselheiros;
- Definir a tolerância ao risco da organização, incluindo sua política de gerenciamento de riscos e sistema de controles internos;
- Escolher a auditoria independente, aprovar seu plano de trabalho, negociar seus honorários e avaliar seu desempenho;

- Investigar possíveis fraudes financeiras e de informação para o público;
- Definir a política de dividendos da empresa;
- Revisitar periodicamente as práticas de governança adotadas pela companhia;
- Decidir sobre as operações com partes relacionadas;
- Assegurar a presença e disseminação de um código de conduta pela organização.

Além das melhores práticas de governança, é importante observar também o que a legislação brasileira (Lei nº 6.404/1976)⁴ diz sobre o conselho de administração. De acordo com a Lei das Sociedades por Ações (art. 142), compete ao órgão:

- I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o Estatuto;
- III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração e quaisquer outros atos;
- IV - convocar a assembleia geral quando julgar conveniente;
- V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o Estatuto assim o exigir;
- VII - deliberar, quando autorizado pelo Estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;
- VIII - autorizar, se o Estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;⁵
- IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

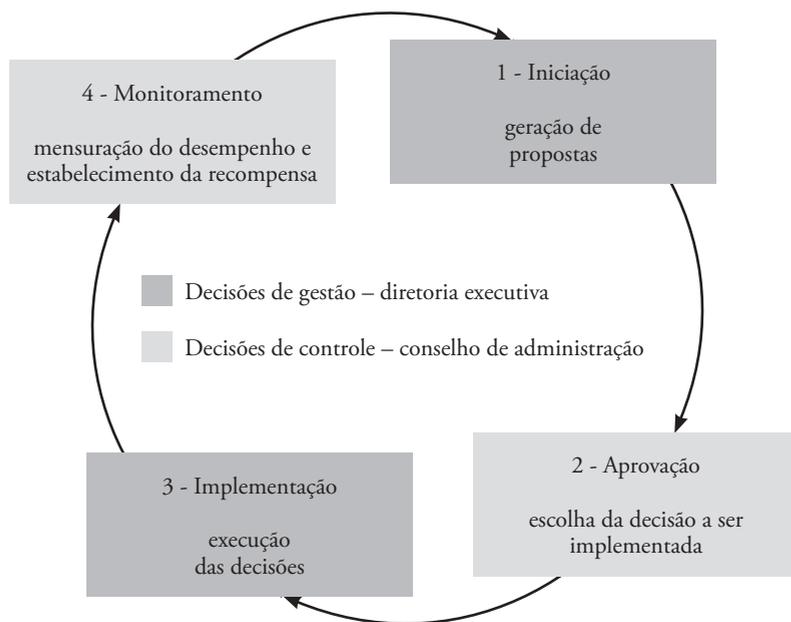
A Lei das S.A. também dispõe sobre o funcionamento e a composição dos conselhos de administração. De acordo com a Lei,⁶ o conselho é um órgão com deliberação colegiada (e não individual) de seus membros. Deve também ser composto por no mínimo três membros,⁷ sendo no máximo 1/3 (um terço) composto por diretores da companhia. Os conselheiros devem ser eleitos nas assembleias gerais de acionistas, tendo o acionista controlador a prerrogativa de eleger a maioria de seus membros. Por outro lado, os acionistas minoritários detentores de 15% das ações com direito a voto ou de ações sem direito a voto que representem no mínimo 10% do capital total da companhia também possuem direito de eleger ao menos um membro para o conselho de administração.⁸

A Lei exige ainda o cumprimento de três deveres fundamentais por todos os administradores (conselheiros e executivos) da companhia:⁹

- Dever de diligência: obrigação de empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. Adicionalmente, obrigação de agir no interesse da companhia e não no interesse específico do grupo ou classe de acionistas que o elegeu.
- Dever de lealdade: obrigação de servir com lealdade à companhia, sobrepondo-a aos seus interesses particulares. Proibição da utilização, em benefício próprio ou de terceiros, de oportunidades de negócio da companhia. Obrigação de guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, bem como de negociar valores mobiliários da companhia de posse de informações ainda não divulgadas publicamente;
- Dever de informar: obrigação de informar o número de valores mobiliários de emissão da companhia de que seja titular, assim como informar aos acionistas quaisquer negociações de valores mobiliários realizadas durante o exercício social. Obrigação de comunicar imediatamente ao mercado fatos relevantes que possam influir de modo ponderável no valor percebido da companhia.

9.2 O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O PROCESSO DECISÓRIO NA ALTA GESTÃO

Segundo Fama e Jensen (1983),¹⁰ o processo decisório da alta gestão envolve quatro etapas, duas das quais devem ser de exclusiva responsabilidade do conselho: a aprovação das decisões relevantes e o monitoramento da alta gestão. A estrutura do processo decisório proposta pelos autores é apresentada na Figura 9.1.



Fonte: FAMA, E., JENSEN, M., “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, jun. 1983.

■ Figura 9.1 – O processo decisório da alta gestão segundo Fama e Jensen (1983).

De acordo com os autores, as etapas de iniciação e implementação devem ser alocadas aos executivos, recebendo a denominação de “decisões de gestão”. Já as etapas de aprovação e monitoramento, alocadas ao conselho, devem ser denominadas de “decisões de controle”. O racional para essa proposta é que, como os executivos não arcam com os custos totais de suas decisões, é necessária uma verificação independente por outro órgão.

Apesar do papel fundamental dentro do processo decisório da alta gestão, os conselhos têm sido duramente criticados em todo o mundo devido à sua alegada passividade perante acionistas controladores e executivos. Segundo os mais críticos, os conselhos na prática têm atuado como meros ratificadores passivos (*rubber stampers*) das propostas encaminhadas por controladores e executivos.

Segundo Tirole (2006), a passividade dos conselheiros decorre de quatro fatores principais: falta de independência, dedicação insuficiente à companhia, incentivos inadequados e necessidade de evitar conflitos em função do relacionamento contínuo com o CEO (já que poderiam deixar de receber informações críticas no futuro caso o confrontassem demais). Além disso, vale destacar que os conselheiros podem receber regalias/mordomias corporativas e favores (como doações, contratação de serviços e ajuda na reeleição) dos controladores e executivos, algo não obtido junto aos acionistas dispersos no mercado. O Apêndice 9.1 discute em detalhes os fatores que levam os conselheiros a ter uma atitude mais passiva, levando a uma menor efetividade do órgão.

9.3 O CONSELHEIRO INDEPENDENTE: UM PERSONAGEM FUNDAMENTAL NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

In my long experience, I have never met outside directors who have not considered themselves to be totally independent, even if they happen to be ex-CEOs, or professional advisers to the executive, or even the brother or wife of the CEO.¹¹

(Sir Alastair Ross Goobey, ex-presidente do Conselho da International Corporate Governance Network (ICGN). Discurso durante Congresso Anual do IBGC, em 2002)

Desde o início, as discussões sobre governança têm se deparado com uma questão-chave ainda não resolvida: como melhorar a efetividade dos conselhos de administração, fazendo com que o órgão funcione de acordo com o esperado? A resposta dada por todos os códigos de governança do mundo passa pela figura do conselheiro independente. De acordo com as práticas recomendadas, os conselheiros independentes, por não terem nenhum vínculo especial com executivos ou acionistas relevantes (ou outros conflitos de interesses), estariam mais bem posicionados para tomar decisões imparciais visando ao melhor resultado de longo prazo da companhia. Como resultado, praticamente todos os documentos de governança recomendam uma substancial proporção de membros independentes nos conselhos, idealmente compondo a maioria do órgão.

A definição de conselheiro independente tem se tornado cada vez mais exigente ao longo do tempo. Em sua quarta versão, o Código do IBGC¹² define o conselheiro independente como aquele que se caracteriza por:

- Não ter qualquer vínculo com a organização, exceto participação não relevante (mesmo que minoritária) no capital;
- Não ser sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante, cônjuge ou parente até segundo grau de membro de um desses grupos, ou ligado a organizações relacionadas ao sócio controlador;
- Não estar vinculado por acordo de acionistas;
- Não ter sido empregado ou diretor da organização (ou de suas subsidiárias) há pelo menos três anos;
- Não ser ou ter sido, há menos de três anos, conselheiro de organização controlada;
- Não estar fornecendo, comprando ou negociando, direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à organização em escala relevante;

- Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum executivo da organização;
- Não receber outra remuneração da organização além dos honorários de conselheiro;
- Não ter sido sócio, nos últimos três anos, de firma de auditoria que audite ou tenha auditado a organização nesse mesmo período;
- Não ser membro de entidade sem fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da organização ou de suas partes relacionadas;
- Ter independência em relação ao CEO;
- Não depender financeiramente da remuneração da organização.

Além desses vínculos, um longo tempo no cargo¹³ ou outros vínculos mais sutis podem minar a independência de um conselheiro. Como exemplo, o Apêndice B apresenta resultados de diversos estudos que mostram como os relacionamentos sociais entre conselheiros e executivos podem fazer com que os primeiros passem a ter um comportamento diferente em temas como remuneração e avaliação de investimentos, quase sempre de forma favorável ao CEO da empresa.

Além de independente, um conselheiro precisa ser qualificado, dedicado e ter interesse no resultado da companhia para atuar de forma mais efetiva. Em relação às qualificações pessoais e técnicas, a quarta versão do Código do IBGC¹⁴ recomenda que os conselheiros possuam, no mínimo: alinhamento com os valores da organização e seu código de conduta, capacidade de defender seus pontos de vista a partir de julgamento próprio, disponibilidade de tempo e motivação. Adicionalmente, o documento recomenda que possuam: visão estratégica; conhecimento das melhores práticas de governança corporativa; capacidade de trabalho em equipe; capacidade de ler e entender relatórios gerenciais, contábeis e financeiros; noções de legislação societária; e percepção do perfil de risco da organização.

9.4 OS COMITÊS DE ACESSORAMENTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Outra solução apregoada pelos códigos de governança a fim de melhorar o funcionamento dos conselhos é a constituição de comitês de assessoramento dos conselhos. A ideia fundamental é fazer com que os conselheiros mais especializados ou interessados em certas matérias tenham mais tempo para se aprofundar em temas específicos, de forma a propiciar uma melhor tomada de decisão pelos conselhos. Logo, a filosofia por trás dessa prática é que os comitês tenham duas

características fundamentais: não sejam deliberativos (restringindo-se à análise e elaboração de recomendações) e sejam compostos exclusivamente por conselheiros, idealmente independentes.¹⁵

Em relação à composição, é comum no Brasil, entretanto, a presença de outros personagens como membros efetivos dos comitês do conselho, tais como executivos da companhia, consultores externos ou mesmo executivos ligados aos acionistas controladores. A presença de executivos nos comitês é considerada um forte desalinhamento aos padrões internacionais, já que obviamente compromete seriamente a ideia básica da separação entre representantes da propriedade (conselheiros) e membros da gestão diária das operações. A presença de pessoas externas à administração como membros efetivos, por sua vez, também não é recomendada. Como muitas vezes esses personagens são especialistas nas matérias-alvo dos comitês, recomenda-se que atuem então como convidados em algumas de suas reuniões, já que sua atuação como membros efetivos poderia acarretar uma implícita transferência de responsabilidades dos conselhos para tais membros externos.

Entre os comitês recomendados, três se destacam: auditoria, remuneração e nomeação/governança corporativa. Como exemplo de sua importância, a instalação de comitês de auditoria e remuneração com presença exclusiva de conselheiros independentes é obrigatória por lei no mercado norte-americano,¹⁶ enquanto a instalação de comitês de nomeação é obrigatória para listagem na bolsa de Nova York.¹⁷

Dentre os comitês do conselho, o comitê de auditoria é o de maior consenso em todo o mundo, sendo recomendado pelos principais códigos de governança. O órgão ganhou proeminência após os escândalos contábeis no início da década de 2000, e seu papel foi reforçado em virtude dos problemas de gerenciamento de riscos em diversas companhias durante a crise financeira de 2008. Entre as principais atribuições do comitê de auditoria, destacam-se:

- Acompanhar o processo de elaboração das demonstrações financeiras, revisando todos os relatórios e documentos da companhia antes da divulgação ao público;
- Avaliar as práticas de gerenciamento de riscos corporativos (incluindo-se riscos operacionais, de mercado, legais, tributários, trabalhistas, ambientais etc.) e sistemas de controles internos;
- Conduzir o processo de seleção, acompanhar e avaliar as atividades da auditoria independente, incluindo a observância dos princípios contábeis utilizados nas demonstrações financeiras;
- Zelar pela independência e efetividade dos trabalhos da auditoria interna, coordenando suas atividades;

- Monitorar os conflitos de interesse e as transações com partes relacionadas;
- Zelar pelo cumprimento do código de conduta da organização, visando assegurar que o negócio seja conduzido com ética e em conformidade com as leis aplicáveis.

Outro comitê considerado fundamental é o de remuneração, às vezes chamado de recursos humanos, pessoas ou denominações similares. Entre as atribuições do comitê de remuneração, destacam-se:

- Elaborar proposta de política de remuneração dos altos executivos;
- Coordenar o processo de definição do pacote de remuneração e demais benefícios dos administradores da companhia (conselheiros e diretores);
- Conduzir o processo de definição das metas de desempenho do diretor-presidente e demais executivos-chave, vinculando a remuneração a resultados;
- Avaliar formalmente (no mínimo anualmente) o desempenho do diretor-presidente e demais membros da diretoria;
- Coordenar o processo de planejamento sucessório das posições-chave da empresa;
- Avaliar a eficácia do processo de retenção de talentos da organização, incluindo o monitoramento de executivos com alto potencial dentro da organização.

Por fim, tem-se ainda o comitê de nomeação/governança corporativa, também bastante recomendado pelos principais agentes de mercado. A função básica desse comitê é coordenar o processo de seleção de novos membros para o conselho e a diretoria executiva, além de monitorar periodicamente a adesão da empresa às melhores práticas de governança. Entre as atribuições do comitê de nomeação/governança corporativa, destacam-se:

- Coordenar o processo de seleção de novos conselheiros, com avaliação de potenciais candidatos;
- Recomendar a composição dos comitês de assessoramento do conselho;
- Recomendar ao conselho de administração mudanças em seu tamanho, composição e funcionamento, *vis-à-vis* as melhores práticas de governança;
- Conduzir um processo formal (no mínimo anual) de avaliação dos conselheiros individualmente, dos comitês de assessoramento e do conselho como órgão;

- Coordenar o processo de seleção e indicação do diretor-presidente, além de opinar sobre o processo de seleção dos demais diretores;
- Zelar pela adoção das boas práticas de governança pela organização, analisando periodicamente a eficácia de seus processos e possibilidades de melhoria.

9.5 O CONSELHO FISCAL

Além do conselho de administração, a legislação brasileira prevê a possibilidade de constituição de outro órgão supervisor da gestão da companhia: o conselho fiscal. Trata-se de um órgão peculiar de governança, inexistente nos mercados anglo-saxões mais avançados (Estados Unidos e Reino Unido) bem como nos principais países da Europa Continental (Alemanha e França).¹⁸ Por outro lado, há certa semelhança do conselho fiscal com o conselho de auditores presente na Itália¹⁹ e no Japão.²⁰ Entretanto, mudanças recentes de governança nesses países²¹ têm levado as companhias ao modelo mais comum de governança no mundo, com a presença de um comitê de auditoria como órgão responsável pelo monitoramento dos números da companhia.

O conselho fiscal pode ser instalado de forma temporária ou permanente, a pedido de acionistas que representem um percentual mínimo das ações da companhia.²² Seus membros são eleitos diretamente pelos acionistas em assembleia geral, não possuindo qualquer vínculo com os administradores da companhia (conselheiros e diretores estatutários). Assim, o conselho fiscal não possui relação hierárquica com os demais órgãos da companhia.

Conforme estabelecido em sua própria denominação, o conselho fiscal possui atividades eminentemente de fiscalização em relação aos números gerados pela companhia, sem poder para deliberar sobre as decisões de negócio tomadas pelos administradores em seu curso normal de ação. Especificamente, a Lei das S.A. (art. 163) define as seguintes competências para o conselho fiscal:²³

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

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

III - opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão;

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

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

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

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

Em suma, cabe ao conselho fiscal dar seu parecer sobre os números gerados pela administração da companhia e opinar sobre as propostas a serem encaminhadas à assembleia de acionistas, além fiscalizar os administradores em relação ao cumprimento de seus deveres para com a companhia. Por outro lado, conceitos como o “papel estratégico” do conselho fiscal são claramente descabidos, uma vez que trata-se de um órgão externo à administração da companhia e com atuação posterior (e não *ex ante*) à ocorrência dos eventos.

Como uma das funções do conselho de administração também é fiscalizar a gestão da companhia e os países com mercados de capitais mais desenvolvidos não possuem tal órgão, deve-se então questionar a real utilidade dos conselhos fiscais. De acordo com seus defensores, uma de suas grandes vantagens é a independência de seus membros, haja vista que muitos conselhos de administração são compostos por pessoas intrinsecamente ligadas aos executivos e acionistas controladores. Nesse caso, argumenta-se que a solução para o problema de composição inadequada e mau funcionamento do conselho de administração reside na criação de outro órgão. Em outras palavras, propõe-se a criação de um órgão paliativo como forma de se resolver um eventual problema de independência ou passividade no órgão principal. Conforme evidenciado pelas experiências internacionais, na medida em que o conselho de administração cumprir seu papel de forma pró-ativa e independente por meio de um bom comitê de auditoria, naturalmente torna-se desnecessária a criação de outro órgão com escopo limitado e atividades meramente fiscalizadoras.

9.6 TENDÊNCIAS RECENTES NOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO

A seguir, são apresentadas notícias que ilustram tendências recentes envolvendo conselhos de administração em todo o mundo.

Limites de idade e de prazo para atuação nos conselhos: boa prática de governança?

A revista *The Corporate Board* dedicou sua edição de setembro para a discussão de um tema ainda controverso em relação às boas práticas de governança: o estabelecimento formal de limites de idade e de tempo máximo para atuação nos conselhos. Essa é uma prática cada vez mais adotada pelas empresas: um estudo da Universidade do Sul da Califórnia realizado com 200 grandes empresas norte-americanas em 2006 mostrou que 20% impõem limites de prazo para atuação dos conselheiros (geralmente entre 10 e 20 anos), contra apenas 8% em 2000.

O tema é controverso mesmo entre os investidores: o ISS (*Institutional Shareholders Services*), agência que representa diversos investidores institucionais, passou a atribuir em 2002 uma pontuação extra nos seus *ratings* de governança para as empresas que estipulavam limites de prazo para atuação dos conselheiros, endossando-a como boa prática de governança. Entretanto, a empresa mudou de opinião e excluiu esse critério de avaliação em 2005.

Por outro lado, a NACD (*National Association of Corporate Directors*) apoia a ideia desde 1996, recomendando que as empresas pensem num período máximo de 10 a 15 anos para atuação dos seus conselheiros, a fim de “promover a substituição dos conselheiros para a obtenção de novas ideias e pensamento crítico”.

Algumas pessoas veem os limites de prazo como uma maneira indolor de tirar pessoas menos produtivas dos conselhos. A revista *The Corporate Board* cita a opinião de William George, conselheiro de empresas como Exxon Mobil, Goldman Sachs e Novartis. Segundo George, “é muito difícil remover os conselheiros que não estão contribuindo plenamente. Não é que essas pessoas tenham feito algo de errado, mas é que os conselhos parecem ter dificuldade em lidar com a questão da avaliação de desempenho entre seus pares”.

Há pessoas do meio acadêmico que defendem a inexistência de limites. De acordo com Jay Lorsch, professor da Harvard Business School, o mais correto seria o conselho priorizar as avaliações periódicas de desempenho individuais e do conselho como órgão. De acordo com Lorsch, o problema é que “se você estabelece limites de prazo, o conselho poderá dizer: não devemos nos preocupar com o fato de o sujeito X não estar tendo um bom desempenho, já que ele terá de sair de qualquer forma daqui a um ou dois anos”. Outro possível revés em relação ao estabelecimento de limites de prazo é que ele poderia excluir conselheiros em pleno vigor e cuja experiência

pode se mostrar valiosa para a empresa, principalmente em momentos de crise, reestruturação ou sucessão de executivos.

Como solução para essa questão, muitas empresas têm colocado cláusulas de exceção na adoção dos limites, permitindo aos comitês de nomeação ou de governança dos conselhos anular a regra e recomendar a reeleição de conselheiros por um período de tempo adicional. Uma opinião consensual é que a avaliação de conselheiros, identificando e removendo os com desempenho ruim, se torna algo ainda mais crítico para as empresas que optam por não estabelecer limites de prazo para seus conselheiros.

Fonte: Revista Capital Aberto, ano 4, n. 38, out. 2006. Coluna Governança Corporativa: “Cresce debate sobre limite de idade para conselheiro”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Nomeação de conselheiros independentes como CEOs torna-se prática comum nos Estados Unidos

Uma matéria do *The Wall Street Journal* (WSJ) no início de fevereiro de 2008 chamou a atenção para uma prática cada vez mais comum nos Estados Unidos: a nomeação de conselheiros independentes como CEOs das empresas. Mais de uma dezena de grandes companhias norte-americanas transformaram ex-conselheiros independentes em CEOs desde 2004, incluindo Boeing, Delta Air Lines e Bristol-Myers, entre outras.

Segundo a reportagem, três fatores principais têm acelerado tais nomeações: i) os conselhos têm demitido CEOs com fraco desempenho mais rapidamente, muitas vezes antes de potenciais sucessores internos estarem prontos para a função; ii) algumas companhias com problemas profundos têm tido dificuldade para recrutar CEOs externos de ponta; e iii) existe um número crescente de executivos externos nos conselhos de administração.

Um caso interessante citado na reportagem é o de Mark D. Ketchum, eleito inicialmente para o conselho da empresa Newell Rubbermaid em dezembro de 2004, um mês após aposentar-se aos 55 anos de uma longa carreira na Procter & Gamble. Em outubro de 2005, Ketchum assumiu interinamente a função de executivo principal após a demissão do antigo CEO em função de problemas na implementação de um plano de *turnaround*. No final do ano, Ketchum falou aos demais conselheiros que gostaria de ser efetivado como CEO. O conselho aprovou sua indicação em fevereiro de 2006, tornando seus antigos colegas em seus novos chefes. A experiência

de Ketchum na Rubbermaid evidencia os benefícios e riscos de colocar um conselheiro independente como CEO.

Segundo o presidente do conselho da empresa, William Marohn, Ketchum impressionou-o como potencial CEO antes de tornar-se conselheiro, já que havia dirigido uma unidade de US\$ 12 bilhões de dólares na P&G (duas vezes o tamanho da Rubbermaid). De acordo com Marohn, sua percepção foi confirmada durante as primeiras reuniões do novo conselho: “tivemos a oportunidade de ver Ketchum de uma forma que não veríamos entrevistando-o como candidato ao cargo”.

Por outro lado, alguns investidores criticam essa prática de governança. Richard Breeden, ex-presidente da SEC, argumenta que a prática possui um lado negativo, sinalizando a existência de um fraco planejamento sucessório do CEO. Ademais, o conforto dos conselheiros no relacionamento com um colega “pode dificultar uma avaliação correta da adequabilidade de o candidato tornar-se CEO”. O que se sabe, entretanto, é que o caminho de volta ao cargo de conselheiro independente para esses novos CEOs tende a ser bem mais difícil. Ketchum inclusive concorda que dificilmente permanecerá no conselho após sua saída como CEO.

Fonte: Revista Capital Aberto, ano 5, n. 55, mar. 2008. Coluna Governança Corporativa: “Conselheiros independentes viram CEOs nos Estados Unidos”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Pesquisa mostra que conselhos raramente supervisionam as práticas de *lobby* das empresas

Uma pesquisa elaborada pelo pesquisador Robert Repetto da Universidade de Yale enfocou um tema ainda pouco discutido em governança: a necessidade de melhores práticas nas atividades de *lobby* político das empresas.

As atividades de *lobby*, mais comuns em setores mais regulamentados e dependentes de decisões governamentais, têm tido forte crescimento nos Estados Unidos. Como exemplo, o número de escritórios corporativos para relacionamentos governamentais em Washington subiu de 175 em 1968 para 600 em 2005, e o número de lobistas registrados subiu de 10.000 para 25.000 entre 1996 e 2005 (existindo ainda outros 45.000 lobistas registrados em nível estadual).

De acordo com o estudo, “as melhores práticas de governança devem exigir a supervisão de todas as atividades de *lobby* das empresas por meio de um

comitê do conselho composto inteiramente por conselheiros independentes, incluindo a aprovação de todos os gastos da empresa com *lobby* e a definição do posicionamento corporativo sobre as questões de políticas públicas”.

O estudo mostra que as empresas líderes nessa questão já reconheceram formalmente que o *lobby* em relação à esfera pública exige o conhecimento e a supervisão dos conselhos de administração por envolver interesses significativos dos acionistas e ser o resultado das estratégias corporativas definidas pelo órgão. Como exemplos de empresas avançadas no tema, o estudo destaca o Morgan Stanley, que criou um sistema para fornecer informações ao conselho sobre as doações políticas e atividades de *lobby*, e empresas como a ConocoPhillips, Eli Lilly e Sunoco, que criaram comitês do conselho dedicados a avaliar as questões e políticas públicas.

Todavia, apesar da importância do tema, o estudo afirma que apenas uma pequena parcela dos conselhos das grandes empresas norte-americanas já possui um sistema formal de avaliação das atividades de *lobby* corporativo. Em 2004, por exemplo, o Centro para Prestação de Contas Políticas (*Center for Political Accountability*), organização não governamental, avaliou 120 *websites* corporativos, encontrando apenas dois com declarações sobre a forma de atuação dos seus conselhos na supervisão dos gastos com atividades de *lobby*.

Percebendo a importância do tema, muitos investidores institucionais têm passado a demandar maior prestação de contas nas atividades de *lobby*. Como exemplo, o Calpers (fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia) solicitou formalmente à SEC a divulgação obrigatória e ampla dos gastos com atividades de *lobby* e contribuições políticas das empresas.

Em resumo, se as questões políticas e as atividades de *lobby* são aspectos intrínsecos e importantes do negócio das empresas, então os conselhos, como parte do seu dever de diligência, devem ter a responsabilidade de se informar e supervisionar tais atividades. Trata-se de um direito e uma obrigação de todos os conselheiros.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 4, n. 38, out. 2006. Coluna Governança Corporativa: “Pesquisa revela aumento de lobby político nas empresas”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

■ APÊNDICE 9.1 – EM BUSCA DO CONSELHEIRO EFETIVO²⁴

A figura do “conselheiro independente” se tornou peça fundamental do movimento em prol das melhores práticas de governança. Segundo praticamente todos

os códigos de governança, os independentes induziriam os conselhos a tomarem decisões melhores, promovendo a criação de valor para todos os acionistas. Entretanto, diversos problemas recentes em companhias com um número razoável de “conselheiros independentes” têm demonstrado que a mera presença dessas pessoas não constitui um bilhete que assegure as boas decisões na alta gestão. Por quê?

A resposta é simples: o que se procura são conselheiros efetivos (isto é, capazes de produzir um efeito real), algo bem além do simples conceito de conselheiro independente. Em outras palavras, não basta apenas ser independente para que o conselheiro produza o efeito desejado. São necessários outros atributos. Quais? No mínimo três: qualificação técnica, disponibilidade de tempo/envolvimento com a companhia e incentivos adequados.

O primeiro atributo parece óbvio, porém muitas vezes passa despercebido. Os conselhos gastam a maior parte do tempo discutindo questões financeiras, contábeis, estratégicas e de gestão de pessoas. Assim, é fundamental que os conselheiros tenham conhecimentos sólidos sobre decisões de investimento, financiamento, avaliação de desempenho e estratégia. Sem isso, a contribuição do conselheiro independente para as decisões de negócio se tornaria muito limitada, restringindo-se a questões pontuais de sua área de conhecimento. Como exemplo extremo, qual seria a efetiva contribuição de um físico ou diplomata brilhante a um conselho de administração, mesmo que fossem sem dúvida independentes? Ainda que fossem brilhantes em suas áreas de atuação, sem um preparo e envolvimento específico, há uma enorme possibilidade desses profissionais não conseguirem contribuir substancialmente para a maioria das questões do mundo dos negócios, como avaliação de orçamentos propostos e diagnóstico dos controles internos da organização.

A disponibilidade de tempo e a dedicação à companhia constituem o segundo atributo-chave. Um conselheiro independente e qualificado sem tempo para se envolver com a organização não irá gerar o resultado que dele se espera. Assim, como pode um conselheiro presente em muitos conselhos, presidente executivo de outra empresa ou presidente de uma consultoria de grande porte ter tempo para se envolver de verdade com a companhia (e não apenas frequentar, às vezes parcialmente, as reuniões de conselho)? O resultado é o que muitos do mercado conhecem: conselheiros despreparados para as reuniões, sem a devida leitura e reflexão dos itens da pauta, terminando por confiar plenamente nas informações e na visão (muitas vezes tendenciosa) dos executivos-chave para a tomada de decisão. Jean Tirole (2006) chega inclusive a argumentar que esse processo pode ser intencional, isto é, que algumas companhias selecionam os conselheiros independentes entre os mais atarefados, de forma a evitarem potenciais “problemas” decorrentes de conselheiros muito ativos.

O terceiro critério, e mais complicado de todos, diz respeito à necessidade de incentivos adequados. Quase que invariavelmente, o conselheiro “independente”

possui três ganhos ao participar de um conselho: remuneração fixa, eventuais mordomias corporativas e *status* social. Curiosamente, nenhum desses possui relação com o desempenho da companhia. Assim, o incentivo para a geração de um maior desempenho é baixo, geralmente dependendo do “interesse moral” do conselheiro, algo sobre o qual infelizmente nenhum modelo corporativo pode se basear. Ademais, é possível a ocorrência de uma situação inusitada: um conselheiro indubitavelmente independente, qualificado e com adequado tempo livre pode não atuar de forma efetiva. Por quê? Por já estar em um estado de independência financeira tal que a remuneração percebida na companhia e a relevância de tal cargo se mostram insignificantes, não o incentivando a dedicar-se ao máximo para assegurar o melhor desempenho financeiro da companhia. Por outro lado, como muitos argumentam, uma remuneração muito elevada e a vinculação direta desta ao preço das ações pode gerar um incentivo perverso aos conselheiros, alinhando-os excessivamente às metas de desempenho dos executivos e tornando-os propensos ao foco no curto prazo. A solução ainda não é clara e merece uma discussão à parte. Provavelmente, uma boa alternativa é a atribuição de uma parte substancial da remuneração dos conselheiros em ações (não em opções de ações) com base na geração de valor econômico da companhia, com possibilidade paulatina de venda apenas após um período de longo prazo (por exemplo, iniciando-se um ano após a saída do conselheiro da empresa).²⁵

Além da necessária avaliação pelos investidores dos três parâmetros (qualificação, disponibilidade, mecanismos de incentivos), faz-se necessária também a própria discussão da definição de “conselheiro independente”, rumo ao idealizado “conselheiro efetivo”.

No Brasil, os documentos locais basicamente consideram como conselheiros independentes aqueles sem vínculos diretos e explícitos com a gestão da companhia (como executivos ou ex-CEOs) e/ou com seus acionistas controladores. Entretanto, pesquisas recentes (*vide* Apêndice 9.2) mostram que outros aspectos devem ser levados em consideração, entre os quais: tempo no cargo como “conselheiro independente”, existência de relacionamento social e/ou prévio com o CEO da companhia e a relevância de um bom círculo social para o sucesso da carreira de um determinado conselheiro. Logo, conselheiros há muito tempo no cargo, que possuam relações sociais com o CEO, ou que dependam muito de redes sociais para sua sobrevivência (algo naturalmente comum aos consultores profissionais), tendem a evitar menos conflitos com a gestão, minando sua efetividade como conselheiro independente em situações nas quais algum confronto torna-se necessário. Adicionalmente, conselheiros eleitos por acionistas não controladores com mandatos claramente específicos (como a defesa exclusiva de certas posições de determinado investidor) não deveriam ser automaticamente classificados como independentes, algo que atualmente ocorre em nosso mercado. Em resumo, é necessário revisitar o conceito de conselheiro “independente”, aumentando o número de requisitos.

O ideal, portanto, é que deveríamos ter conselheiros “de fato” independentes, qualificados, dedicados e adequadamente incentivados, para que causem o efeito desejado. Em tese, isso levaria a um conselho mais efetivo, com melhores decisões e resultados para a companhia. Entretanto, a verdade é que nem mesmo isso asseguraria o sucesso de um determinado conselho no cumprimento de suas funções. Como grupo de trabalho, a efetividade de um conselho de administração não é a mera soma da efetividade dos conselheiros individualmente. Assim, o resultado final de um conselho depende de diversos outros fatores-chave, tais como: diversidade e complementaridade de formações e experiências, cooperação e comunicação entre os membros, abertura para críticas, qualidade das informações recebidas pela gestão, qualidade da pauta das reuniões etc.

■ APÊNDICE 9.2 – CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO COMO REDES SOCIAIS²⁶

Uma afirmação que parece óbvia para pessoas com longa vivência em conselhos apenas recentemente começou a ser investigada no mundo acadêmico: a de que os conselhos não são apenas um mero órgão administrativo, mas constituem redes sociais cujos relacionamentos pessoais entre conselheiros, e entre estes e os CEOs, podem determinar as decisões corporativas e influenciar o desempenho das companhias.

Duas abordagens de estudos se destacam: uma teórica e outra empírica. Enquanto a primeira visa estimar os comportamentos esperados de conselheiros e CEOs em determinadas circunstâncias (sempre com base na premissa de que cada um procura maximizar seu bem-estar pessoal), a outra visa investigar a presença de regularidades estatísticas que poderiam confirmar a ideia de que os relacionamentos pessoais são relevantes para o valor das empresas. Uma abordagem retroalimenta a outra, fazendo com que possamos entender cada vez mais como os conselhos funcionam.

Dois estudos recentes e muito interessantes merecem destaque. Do lado conceitual, *Social Networks and Corporate Governance*, do professor indiano Avanidhar Subrahmanyam, da Universidade da Califórnia (UCLA), mostra como as redes sociais podem diminuir a capacidade de supervisão dos conselhos e aumentar a remuneração dos CEOs, destruindo valor aos acionistas. A ideia básica do modelo desenvolvido é simples: como os conselheiros têm os CEOs como membros de sua rede de contatos pessoal (e vice-versa), eles acabam se tornando mais relutantes em monitorá-los de forma rigorosa, já que temem perder membros de sua rede social. Em outras palavras, muitas vezes torna-se racional para a maximização da carreira do conselheiro deixar de supervisionar o CEO de forma rigorosa. Além disso, o mo-

delo apresenta duas extensões interessantes: i) caso o conselheiro participe de dois conselhos e decida investigar a fundo o CEO de uma das empresas (eventualmente a ponto de substituí-lo), então ele deverá ser ainda menos rigoroso com o CEO da outra empresa em que atua, já que não desejará correr o risco de perder duas pessoas de sua rede de contatos simultaneamente; e ii) o monitoramento dos CEOs será menor por parte de conselheiros que dependem mais do sucesso de suas redes sociais para sua sobrevivência (como consultores, por exemplo). Adicionalmente, o autor mostra ainda um efeito colateral negativo dos recentes avanços tecnológicos para a governança corporativa: como a internet diminuiu o nível de contato pessoal entre os agentes, aquelas pessoas que interagem fisicamente na rede social dos conselheiros (como o CEO) se tornaram ainda importantes do que antes, aumentando o potencial impacto negativo dos relacionamentos sociais sobre a governança das empresas. Como resultado geral, a pesquisa mostra que deverá haver melhor governança e maior escrutínio dos executivos em empresas com menor peso e influência de tais redes. E que empresas são essas? Basicamente, empresas com conselhos menos homogêneos, com presença de pessoas de diferentes formações, etnias, gênero, renda e menor parentesco, entre outros fatores.

Outro estudo, realizado pelos pesquisadores Cesare Fracassi e Geoffrey Tate, também da UCLA, abordou o tema do lado quantitativo. Para tal, investigaram os possíveis laços sociais por meio de dados biográficos de executivos e conselheiros de 1.500 companhias entre 1999 e 2007. Além dos relacionamentos de trabalho (como a atuação conjunta em outros conselhos ou em empresas no passado), os autores verificaram se os conselheiros haviam estudado no passado com os CEOs ou participavam conjuntamente das mesmas associações ou clubes. Os resultados se mostraram impressionantes. Em primeiro lugar, quanto mais poderoso o CEO (medido pelo tempo no cargo, atuação como presidente do conselho ou salário em relação aos demais executivos), maior a chance de seleção de conselheiros previamente relacionados a ele. Uma vez no cargo, tais conselheiros apresentaram uma chance bem maior de comprarem e venderem ações nos mesmos dias que o CEO. Ademais, as empresas com maior número de conselheiros vinculados ao CEO apresentaram maior número de aquisições de outros negócios, com significativa destruição de valor nessas operações. Em resumo, o estudo apresenta fortes evidências de que os laços sociais minam a efetividade do conselho de administração, já que os conselheiros com maiores vínculos sociais com o CEO parecem possuir uma propensão substancialmente menor de se opor a ele.

Além desses, outros trabalhos sobre o tema apresentaram resultados similares. Em *It Pays to Have Friends*, os pesquisadores sul-coreanos Byoung-Hyoun Hwang e Seoyoung Kim, da Universidade Emory de Atlanta, adicionam o conceito de laços sociais à definição convencional de “conselheiro independente”. Com esse critério, a proporção de conselheiros independentes caiu de 87% para 62% nas companhias

avaliadas, e os autores descobrem que as empresas com conselhos “socialmente” independentes apresentam um sistema de remuneração mais vinculado ao desempenho, além de maior taxa de substituição dos executivos com fraco desempenho. Em *CEO Compensation and Director Networks*, os autores Amir Barnea e Ilan Guedj, da Universidade do Texas, mostram que empresas com conselheiros mais “conectados” (presentes em mais conselhos) concedem aos CEOs de suas empresas remunerações substancialmente maiores. Em *From Fiction to Fact: The Impact of CEO Social Networks*, pesquisadores da Universidade de Manchester mostram que as empresas inglesas de maior crescimento tendem a contratar CEOs mais bem conectados socialmente (talvez em função de uma atuação ativa dos últimos nos bastidores para sua contratação), e que tais executivos tendem a apresentar um desempenho pior posteriormente.

No Brasil, dois estudos na área foram realizados até o momento. Em *Board Interlocking no Brasil*, mostramos que empresas com conselhos denominados “sobrecarregados” (com metade ou mais dos conselheiros externos atuando em três ou mais conselhos) e com CEOs atuando em outros conselhos possuem menores múltiplos de valor de mercado. Em *A influência das redes de relações corporativas no desempenho das empresas do Novo Mercado*, o pesquisador Wesley Mendes da Silva mostra como as empresas do Novo Mercado estão conectadas por meio de conselheiros comuns, reproduzindo uma espécie de atmosfera de clube fechado.

E quais são as implicações desses estudos para investidores e reguladores? Várias. Em primeiro lugar, a definição de “conselheiro independente” deve ser revista, incorporando outros tipos de relacionamentos possíveis, bem como o tempo no cargo. Além disso, tem-se um ponto a favor de conselhos mais heterogêneos em termos de formação acadêmica, experiência profissional, etnia e gênero, entre outros, já que tais conselhos possuem probabilidade menor de desenvolverem fortes laços sociais com os principais executivos. Outra questão a ser avaliada pelos investidores é a compreensão dos reais incentivos enfrentados pelos conselheiros de suas empresas investidas, que pode determinar sua forma de atuação. Em outras palavras, o que vale mais a pena para um conselheiro maximizar sua carreira em conselhos: criar uma reputação como monitor severo da gestão ou como um cordial e divertido amigo dos controladores e executivos?

APÊNDICE 9.3 – MODELO PARA AUTOAVALIAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O processo de autoavaliação do conselho de administração deve ser realizado anualmente pelos próprios conselheiros. Seu objetivo é aprimorar sistemática-

mente a eficiência do órgão, solucionando eventuais deficiências. A avaliação deve ser realizada de forma sigilosa, sem identificação dos questionários preenchidos pelos conselheiros. Os questionários preenchidos devem ser encaminhados ao presidente do conselho, que é responsável pela tabulação e análise dos resultados. Os resultados tabulados devem ser apresentados pelo presidente a todos os conselheiros, com debate sobre os principais resultados. Ao final da apresentação e debates, o conselho pode definir um plano de ação para eventuais deficiências apontadas na avaliação.

Instruções:

- O modelo de autoavaliação parte da premissa de que um conselho de administração eficiente deve apresentar cinco atributos fundamentais: conhecimento do negócio; informação sobre as operações; poder para tomada de decisões; tempo e motivação/alinhamento de interesses.
- Outra premissa é a de que existem cinco temas principais a serem abordados pelo conselho: planejamento estratégico da empresa; avaliação de desempenho do negócio e dos executivos; desenvolvimento de lideranças (gestão de talentos); definição da estrutura de capital (decisões de investimento, financiamento e distribuição de resultados); e gestão de riscos (operacionais, de mercado, financeiros etc.).
- Como resultado, o questionário apresentado como modelo de autoavaliação é dividido em cinco dimensões:
 - Foco estratégico do conselho;
 - Conhecimento e informações sobre o negócio;
 - Independência e processo decisório do conselho;
 - Funcionamento das reuniões e dos comitês do conselho;
 - Motivação e alinhamento de interesses.
- O questionário deve ser constituído por afirmações que podem ser contestadas ou corroboradas por meio de uma escala de profundidade.
- Todas as questões devem possuir um espaço reservado para comentários dissertativos.

Dimensão 1 – Foco estratégico do conselho

QUESTÃO	1 – Discordo totalmente	2 – Discordo	3 – Neutro	4 – Concordo	5 – Concordo totalmente	Comentários
1 O conselho conhece bem os valores, missão e plano estratégico da empresa.						
2 O conselho é assertivo na fixação e orientação das diretrizes estratégicas do negócio.						
3 O conselho monitora adequadamente o desempenho financeiro da companhia.						
4 O conselho monitora o cumprimento do orçamento da empresa ao longo do ano.						
5 Os conselheiros estão verdadeiramente interessados nas questões estratégicas da empresa e não em detalhes operacionais do dia a dia.						

<p>6 O conselho avalia o desempenho dos negócios da companhia.</p>						
<p>7 O conselho discute adequadamente o processo de gestão de pessoas, incluindo o plano de sucessão para as posições-chave da empresa.</p>						
<p>8 O conselho reavalia periodicamente o alinhamento das práticas de governança da empresa às melhores práticas de mercado.</p>						
<p>9 O conselho supervisiona ativamente a política de gestão de riscos corporativos.</p>						
<p>10 O conselho está bem preparado para lidar com eventuais crises ou eventos imprevistos que possam surgir.</p>						

Dimensão 2 – Conhecimento e informações sobre o negócio

QUESTÃO	1 – Discordo totalmente	2 – Discordo	3 – Neutro	4 – Concordo	5 – Concordo totalmente	Comentários
1 O conselho recebe informações claras e concisas, permitindo uma ampla compreensão dos temas a serem discutidos.						
2 As informações pertinentes à pauta das reuniões são enviadas em tempo hábil.						
3 O relatório de desempenho financeiro do negócio enviado é estruturado de forma adequada, com indicadores úteis.						
4 Os conselheiros se preparam adequadamente para as reuniões.						
5 Além das reuniões, há discussões e contatos informais entre os conselheiros a fim de promover um maior sentimento de integração entre seus membros.						

<p>6 Os conselheiros estão sempre bem informados sobre os últimos desdobramentos no ambiente regulatório e no mercado de atuação da empresa.</p>						
<p>7 Há um canal de comunicação adequado entre os conselheiros e os membros da diretoria executiva.</p>						
<p>8 Os conselheiros dispõem de uma boa estrutura de apoio na empresa para obtenção de informações.</p>						
<p>9 Os executivos da companhia são prestativos no atendimento de eventuais solicitações dos conselheiros.</p>						
<p>10 O conselho tem tomado boas decisões.</p>						
<p>11 As decisões têm sido tomadas no momento correto.</p>						

Dimensão 3 – Independência e processo decisório do conselho

QUESTÃO	1 – Discordo totalmente	2 – Discordo	3 – Neutro	4 – Concordo	5 – Concordo totalmente	Comentários
1 Há uma separação clara entre as decisões do conselho e as da diretoria.						
2 O conselho delega à diretoria questões adequadas às suas atribuições.						
3 As expectativas e dúvidas do conselho são comunicadas de maneira aberta, franca e construtiva ao diretor-presidente.						
4 O conselho expressa de forma clara e sistemática sua avaliação dos trabalhos da diretoria.						
5 O conselho avalia de forma bem estruturada o diretor-presidente.						

<p>6 Existe um processo adequado para gerenciar a sucessão do diretor-presidente.</p>						
<p>7 Existe um processo adequado para gerenciar a sucessão dos cargos de diretoria.</p>						
<p>8 O conselho apresenta um número adequado de membros.</p>						
<p>9 O conselho apresenta um conjunto adequado de experiências profissionais.</p>						
<p>10 O conselho apresenta um conjunto adequado de formação acadêmica.</p>						
<p>11 O processo decisório do conselho é bem estruturado e de fácil entendimento.</p>						

QUESTÃO	1 – Discordo totalmente	2 – Discordo	3 – Neutro	4 – Concordo	5 – Concordo totalmente	Comentários
12 Os debates sobre as matérias da pauta são feitos em um bom nível, com espaço para dissonâncias e posicionamentos críticos.						
13 A camaradagem e o respeito pessoal predominam nas relações entre os conselheiros.						
14 Os debates têm sempre a preocupação de agregar valor à empresa.						
15 O clima no conselho incentiva o pensamento crítico e o debate.						
16 Esse conselho é independente.						

Dimensão 4 – Funcionamento das reuniões do conselho

QUESTÃO	1 – Discordo totalmente	2 – Discordo	3 – Neutro	4 – Concordo	5 – Concordo totalmente	Comentários
1 Há um aproveitamento adequado do tempo das reuniões.						
2 O conselho prioriza as questões mais relevantes e que podem ter maior impacto nos resultados.						
3 A pauta das reuniões do conselho é adequada às atribuições do órgão.						
4 O conselho discute todos os temas relevantes para a companhia ao longo do ano.						
5 As reuniões do conselho possuem uma duração adequada.						

QUESTÃO	1 – Discordo totalmente	2 – Discordo	3 – Neutro	4 – Concordo	5 – Concordo totalmente	Comentários
6 As apresentações para o conselho são claras, sucintas e se concentram nas questões certas.						
7 As reuniões do conselho ocorrem com uma frequência adequada.						
8 A agenda das reuniões é seguida à risca.						
9 As reuniões estimulam a participação de todos os conselheiros.						
10 As apresentações realizadas para o conselho pela diretoria são claras e objetivas.						

<p>11 O retorno das pendências das reuniões é feito para o conselho.</p>						
<p>12 O conselho avalia em profundidade o trabalho dos auditores independentes.</p>						
<p>13 O secretário do conselho contribui na comunicação entre o conselho e a diretoria e no acompanhamento de pendências.</p>						
<p>14 O secretário do conselho atua de forma adequada e agrega valor.</p>						
<p>15 As atas das reuniões do conselho são precisas e preparadas em tempo adequado.</p>						
<p>16 O conselho possui os comitês necessários para seu adequado funcionamento?</p>						

QUESTÃO	1 – Discordo totalmente	2 – Discordo	3 – Neutro	4 – Concordo	5 – Concordo totalmente	Comentários
17 O comitê de auditoria possui uma composição adequada.						
18 O comitê de auditoria tem se reunido com uma frequência adequada.						
19 As recomendações do comitê de auditoria têm agregado valor para as decisões.						
20 No geral, o comitê de auditoria tem sido útil e cumprido seu papel de forma satisfatoriamente.						
21 O comitê de remuneração possui uma composição adequada.						

<p>22 O comitê de remuneração tem se reunido com frequência adequada.</p>						
<p>23 As recomendações do comitê de remuneração têm agregado valor para as decisões.</p>						
<p>24 No geral, o comitê de remuneração tem sido útil e cumprido seu papel satisfatoriamente.</p>						

Dimensão 5 – Motivação e alinhamento de interesses

QUESTÃO	1 – Discordo totalmente	2 – Discordo	3 – Neutro	4 – Concordo	5 – Concordo totalmente	Comentários
1 Os conselheiros demonstram muito interesse nos debates e na análise das matérias submetidas à deliberação.						
2 O grau de dedicação (tempo disponível) dos conselheiros para o desempenho de suas responsabilidades é adequado.						
3 O sistema de incentivos (remuneração ou outras formas de benefícios) concedido aos conselheiros é adequado.						
4 Os votos dos conselheiros expressam convicção fundamentada e preocupação estratégica, sem interesses pessoais ou subjetivos.						
5 Os conselheiros têm sido assíduos nas reuniões.						

6 Existe um processo adequado para nomeação de novos membros do conselho.						
7 Existe um processo adequado para nomeação do presidente do conselho.						

QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

- 1) Em sua opinião, quais devem ser as grandes atribuições de um conselho de administração? Que missão geral o órgão deve perseguir em suas decisões?
- 2) Que deveres fundamentais a lei exige que os conselheiros cumpram? Em organizações de controle compartilhado entre grandes acionistas, você acredita que o dever de lealdade dos conselheiros para com a companhia pode ser um item crítico? Por quê?
- 3) Em todo o mundo, os conselhos têm sido criticados nos últimos anos em função de sua passividade perante executivos e acionistas controladores. Você concorda com essas críticas? Caso positivo, que motivos têm levado os conselhos a não atuar conforme o esperado?
- 4) Qual a importância do conselheiro independente para a governança corporativa? A seu ver, os independentes têm correspondido às expectativas alocadas a eles na maioria das empresas? Você acredita que os conselheiros de fato podem ser um diferencial para que as empresas se tornem mais bem governadas? Por quê?
- 5) Que fatores podem afetar na independência de um conselheiro de administração? Além da independência, que outros atributos um "conselheiro independente" deve possuir?
- 6) O que são comitês de assessoramento do conselho? Como devem ser compostos e funcionar de acordo com as práticas recomendadas localmente e internacionalmente? Você acredita que tais órgãos possam se tornar mecanismos criadores de valor para as organizações?
- 7) Quais são os principais comitês do conselho recomendados internacionalmente? Descreva em poucas palavras as principais funções desses comitês.
- 8) O que é conselho fiscal e quais são suas principais atribuições? Na sua opinião, quão importante é o órgão para que uma companhia seja mais bem governada?
- 9) Como você avalia as atribuições do conselho fiscal, *vis-à-vis* as atribuições do comitê de auditoria? Em sua organização, que órgão você acredita que seja mais importante?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. “Separation of Ownership and Control”. *Journal of Law and Economics*, v. 26, pp. 301-327, 1983.

FRACASSI, Cesare; TATE, Geoffrey A. (2008). “External Networking and Internal Firm Governance”. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1213358>.

GUEDJ, Ilan; BARNEA, Amir. (2007). “CEO Compensation and Director Networks”. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=966555>.

HWANG, Byoung-Hyoun; KIM, Seoyoung. “It Pays to Have Friends”. *Journal of Financial Economics (JFE)*, v. 93, n. 1, pp. 138-158, 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1195313>.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4ª ed. Disponível em: www.ibgc.org.br.

KIRCHMAIER, Tom; STATHOPOULOS, Konstantinos. (2008). “From Fiction to Fact: The Impact of CEO Social Networks”. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=962110>.

SANTOS, Rafael Liza; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres. (2008). “Board Interlocking in Brazil: Directors’ Participation in Multiple Companies and its Effect on Firm Value”. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1018796>.

SUBRAHMANYAM, Avanidhar. “Social Networks and Corporate Governance”. *European Financial Management*, v. 14, n. 4, pp. 633–662, 2008.

TIROLE, Jean. *The Theory of Corporate Finance*. 1ª ed. Princeton: Princeton University Press, 2006.

WESLEY, Mendes-da-Silva et al. “A influência das redes de relações corporativas no desempenho das empresas do Novo Mercado da Bovespa”. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 6, n. 3, pp. 337-358, 2008.

¹ Tradução livre: “Os CEOs não procuram por Dobermans nos seus conselhos. Eles procuram por Cocker Spaniels”.

² Isto pode ser alcançado por meio do incremento sistemático das perspectivas de geração de fluxo de caixa ou pela redução do custo de capital da companhia.

³ A quarta edição do Código de Governança do IBGC destaca que o conselho de administração “não deve interferir em assuntos operacionais, mas deve ter a liberdade de solicitar todas as informações necessárias ao cumprimento de suas funções, inclusive a especialistas externos, quando for necessário”.

⁴ Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (versão consolidada após as Leis nº 9.457 de 1997 e 10.303 de 2001).

⁵ Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009.

⁶ Artigos 138, 140 e 143.

⁷ Eleitos pela assembleia geral e por ela destituíveis a qualquer tempo.

⁸ Artigo 141, § 4, incluído pela Lei 10.303 de 2001. O § 5 prevê ainda que ordinaristas e preferencialistas podem unir-se caso o seu percentual específico determinado no § 4 não seja atingido, prevalecendo neste caso o percentual de 10% do capital social.

⁹ Artigos 153, 154, 155, 156, 157. É importante destacar ainda o que a Lei (art. 156) diz sobre as situações envolvendo conflito de interesses: “É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse. § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros. § 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.”

¹⁰ p. 303.

¹¹ Tradução livre: “Em minha longa experiência, nunca conheci conselheiros externos que não se considerassem totalmente independentes, mesmo que por acaso fossem ex-CEOs da companhia ou consultores pessoais dos executivos, ou mesmo o irmão ou a esposa do CEO”.

¹² Seção 2.16.

¹³ A presença em um conselho durante longo período de tempo pode minar a independência de um conselheiro explicitamente (em função do desenvolvimento de laços pessoais com executivos) ou implicitamente (em função de vieses cognitivos decorrentes de laços afetivos com decisões passadas).

¹⁴ Seção 2.5.

¹⁵ Entre outras recomendações comuns aos comitês do conselho, destacam-se: a necessidade de elaboração de um regimento interno específico, descrevendo as atribuições e funcionamento do órgão; a composição por três a cinco membros; a realização de reuniões com frequência mínima trimestral; e a coordenação preferencialmente por conselheiros independentes.

¹⁶ O Comitê de Auditoria é exigido pela Lei Sarbanes-Oxley de 2002, enquanto a instalação de um Comitê de Remuneração independente faz parte de um pacote de mudanças relacionadas à remuneração dos executivos aprovada em 29 de Julho de 2009 pelo Congresso Norte-Americano.

¹⁷ Tais exigências não se aplicam a companhias estrangeiras com ADRs na Bolsa de Nova Iorque.

¹⁸ Alguns autores equiparam de maneira equivocada o Conselho Fiscal ao Conselho Supervisor presente na estrutura de governança com dois conselhos vigente na Alemanha (*Aufsichtsrat*) e em algumas companhias da França (*Conseil de Surveillance*). Entretanto, conforme explicado no Capítulo 8, o Conselho Supervisor se aproxima bem mais do Conselho de Administração do que do Conselho Fiscal, haja vista que possui diversas atribuições relativas ao planejamento estratégico e sistema de remuneração e avaliação dos executivos. É incorreta, portanto, a equiparação desses conselhos ao Conselho Fiscal brasileiro.

¹⁹ *Board of Statutory Auditors (Collegio Sindacale)*.

²⁰ *Board of Auditors*.

²¹ Na Itália, as companhias podem atualmente escolher entre três modelos de governança, sendo apenas um deles composto pelo *Collegio Sindacale*. No Japão, a mudança da Lei em 2003 permitiu que as companhias optassem entre o Conselho de Auditores e o Comitê de Auditoria vinculado ao Conselho de Administração.

²² De acordo com o Art. 161, § 2º da Lei 6.404/1976, o conselho fiscal será instalado pela assembleia geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 10% das ações com direito a voto, ou 5% das ações sem direito a voto.

²³ A Lei prevê ainda (Artigo 163) que: § 1º Os órgãos de administração são obrigados a colocar à disposição dos membros do conselho fiscal, dentro de dez dias, cópias das atas de suas reuniões e, dentro de quinze dias do seu recebimento, cópias dos balancetes e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente; § 2º O conselho fiscal, a pedido de qualquer dos seus membros, solicitará aos órgãos de administração esclarecimentos ou informações, desde que relativas à sua função fiscalizadora; § 3º Os membros do conselho fiscal assistirão às reuniões do conselho de administração, se houver, ou da diretoria, em que se deliberar sobre os assuntos em que devam opinar; § 4º Se a companhia tiver auditores independentes, o conselho fiscal, a pedido de qualquer de seus membros, poderá solicitar-lhes esclarecimentos ou informações; e § 5º Se a companhia não tiver auditores independentes, o conselho fiscal poderá, para melhor desempenho das suas funções, escolher contador ou firma de auditoria e fixar-lhes os honorários, dentro de níveis razoáveis, vigentes na praça e compatíveis com a dimensão econômica da companhia, os quais serão pagos por esta.

²⁴ Uma versão reduzida deste texto foi publicada na Revista *Capital Aberto*, ano 6, n. 70, Junho 2009, pp. 62-63.

²⁵ Esta solução não é recente, tendo sido apregoada pela *The Economist* (1997). Fonte: *The Economist*, 9 de agosto, pp. 16-17, 1997. "Reforming the firm".

²⁶ Uma versão reduzida deste texto foi publicada na Revista *Capital Aberto*, ano 6, n. 66, Fevereiro 2009, pp. 66-67.

CAPÍTULO 10

GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS FAMILIARES

Conceitos apresentados nesse capítulo

- Peculiaridades, riscos e oportunidades das empresas familiares;
- Os círculos de poder nas empresas familiares: o modelo dos três círculos;
- O modelo tridimensional de desenvolvimento das empresas familiares;
- Órgãos de governança para as três esferas de poder na empresa familiar;
- Os ganhos potenciais da boa governança: o estudo de casos do IBGC.

10.1 PECULIARIDADES, RISCOS E OPORTUNIDADES DAS EMPRESAS FAMILIARES

A governança corporativa adquire uma complexidade ainda maior nas empresas familiares.¹ Além dos relacionamentos potencialmente conflituosos entre executivos, conselheiros e acionistas presentes em qualquer companhia, surge um fator complicador adicional: a família, incluindo os aspectos sentimentais do relacionamento entre parentes.² A existência de fortes envolvimento afetivos entre os membros da alta gestão e a enorme concentração de poder nas mãos de um pequeno grupo de pessoas,³ características dessas empresas, gera riscos, oportunidades e desafios específicos.

Entre os principais riscos tradicionalmente associados às empresas familiares⁴ destacam-se: i) problemas sucessórios e de transição de gerações;⁵ ii) nepotismo, informalidade na avaliação de desempenho dos executivos familiares e ausência de meritocracia;⁶ iii) geração de facções entre ramos familiares;⁷ iv) separação das questões familiares das questões empresariais;⁸ v) manutenção do profissionalismo em certas situações;⁹ e vi) ausência de fóruns para solução de divergências de âmbito familiar,¹⁰ entre outros. No caso de empresas familiares de capital aberto, há ainda o risco de os acionistas controladores colocarem a família em primeiro lugar, em detrimento da companhia e, conseqüentemente, dos seus demais investidores.

Por outro lado, vários especialistas argumentam que as empresas familiares possuem diversas vantagens potenciais, entre as quais: i) maior convergência de interesses na alta gestão entre acionistas e administradores;¹¹ ii) maior comprometimento e dedicação dos executivos familiares para com a empresa, *vis-à-vis* os executivos de mercado;¹² iii) possibilidade de um maior horizonte temporal nas decisões corporativas;¹³ iv) maior agilidade no processo decisório;¹⁴ e v) maior interesse dos controladores em construir um negócio para gerações futuras.

Autores especializados na temática da governança familiar, como Bernhoeft e Gallo (2003), argumentam ainda que as empresas familiares enfrentarão desafios específicos, tais como: i) prestar contas de forma periódica e transparente a todos os envolvidos;¹⁵ ii) conciliar o crescimento familiar com o crescimento da rentabilidade da empresa;¹⁶ iii) conciliar os interesses coletivos com as expectativas individuais dos envolvidos;¹⁷ iv) educar os herdeiros para o papel de acionistas que devem agregar valor ao capital;¹⁸ e v) profissionalizar a família e a propriedade paralelamente à profissionalização da empresa.¹⁹

As questões de governança são igualmente importantes para as empresas familiares de capital fechado.²⁰ Assim como nas companhias abertas, sua estrutura de

propriedade tenderá a adquirir complexidade cada vez maior, pulverizando-se ao longo das gerações. Como resultado, potenciais conflitos ocorrerão naturalmente, independentemente da decisão pela abertura de capital e listagem em bolsa.

Na esfera acadêmica, os resultados de pesquisas realizadas em todo o mundo sobre empresas familiares ainda são inconclusivos. Entre os poucos resultados robustos encontrados, dois se destacam: o de que as empresas com fundadores ativos na gestão parecem ser negociadas a um prêmio (o chamado “*founder premium*”) e o de que o desempenho e valor das companhias tendem a cair após a primeira sucessão do líder-fundador da empresa, principalmente quando a gestão é passada para um herdeiro da família. Um dos principais trabalhos que exemplificam esse resultado é o de Villalonga e Amit (2006). Nele, os pesquisadores observam que os resultados se tornam bem diferentes em função da forma de classificação das empresas familiares. Por um lado, os autores observaram que as empresas familiares criam valor apenas quando o fundador continua na ativa como CEO ou como presidente do conselho (nesse caso, com um CEO não pertencente à família). Por outro, observaram um desempenho inferior em companhias dirigidas por familiares descendentes do fundador (mesmo quando este atuava como presidente do conselho), particularmente nas companhias da chamada “segunda geração”.²¹

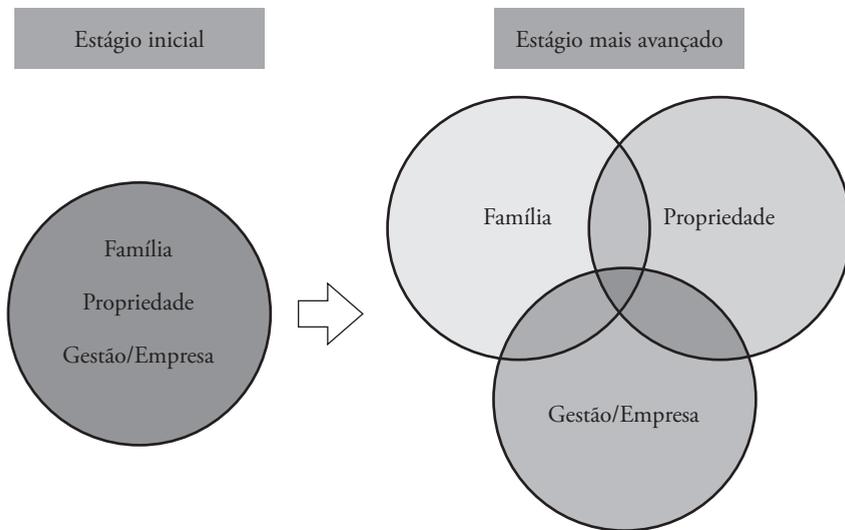
Os resultados dos estudos acadêmicos, muitas vezes interpretados erroneamente por praticantes de mercado, devem ser interpretados com cautela. Quando realizados em países desenvolvidos, particularmente nos Estados Unidos, muitas pesquisas classificam como “empresa familiar” aquelas nas quais uma determinada família possui 10% ou mais das ações, um percentual extremamente baixo para a realidade empresarial brasileira. Quando realizados em países em desenvolvimento, um eventual resultado superior das empresas familiares pode ser reflexo simplesmente do acesso a condições de mercado diferenciadas em função de conexões políticas (como acesso a capital subsidiado ou obtenção de reservas de mercado), em vez de decorrentes de uma melhor gestão.

No final das contas, o resultado das empresas familiares no longo prazo dependerá de sua preparação para lidar com os relacionamentos e naturais conflitos que ocorrerão nas três esferas de poder tradicionalmente associadas a elas: as esferas da propriedade, família e gestão. A governança em empresas familiares, portanto, lida com os relacionamentos e mecanismos para solução de conflitos entre a chamada “família empresária”, os proprietários/acionistas e a gestão/direção da companhia.

O desenvolvimento de competências no âmbito familiar e de mecanismos eficazes de governança nessas esferas,²² foco das próximas seções, tenderá a distinguir ao longo do tempo as empresas geradoras de valor daquelas que passarão por problemas financeiros e de governança.

10.2 Os CÍRCULOS DE PODER NAS EMPRESAS FAMILIARES: O MODELO DOS TRÊS CÍRCULOS²³

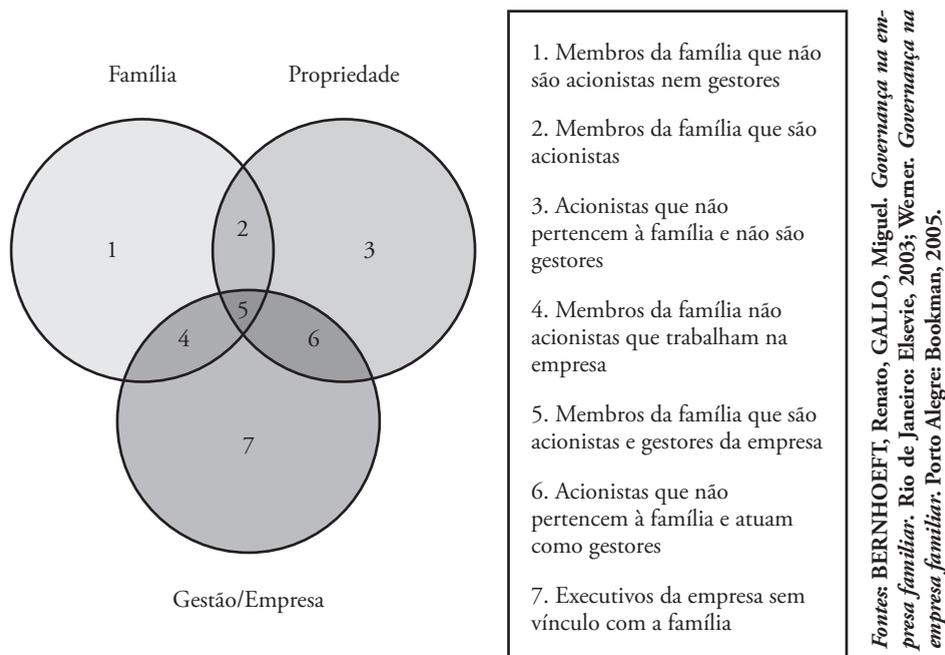
O modelo mais conhecido para entendimento das empresas familiares é denominado modelo de três círculos. Esse modelo, criado por Davis et al. (1997), parte do pressuposto de que as esferas de gestão, propriedade e família se encontram sobrepostas no início de qualquer empreendimento familiar, com todas as concentradas inicialmente na figura de uma única pessoa.²⁴ Ainda de acordo com o modelo, à medida que a empresa cresce e passa pelas transições de gerações, as relações de poder, influência e interesses se tornam diferentes, contribuindo para um afastamento gradual das esferas da família, gestão e propriedade do negócio. Logo, as pesquisas sobre empresas familiares identificam três círculos de poder a serem considerados, cada um com suas próprias normas, regras de admissão, valores e estrutura organizacional. A sequência que leva ao modelo de três círculos é apresentada na Figura 10.1:



Fonte: DAVIS et al. *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*. Boston: Harvard Business School Press, 1997.

Figura 10.1 – O modelo dos três círculos nas empresas familiares.

O modelo dos três círculos também permite a identificação dos diferentes públicos de interesse nas empresas familiares. Em uma empresa não familiar, os principais públicos de interesse considerados são os acionistas, clientes, funcionários, fornecedores, credores e comunidade. Já nas empresas familiares, existem diversos públicos específicos adicionais a serem considerados. Esses públicos podem ser visualizados na Figura 10.2:²⁵

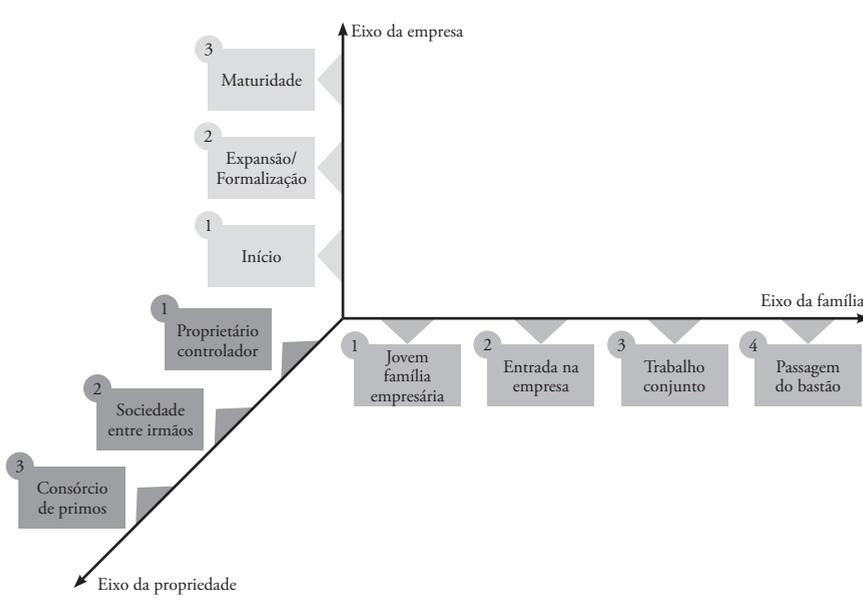


■ **Figura 10.2 – Os públicos de interesse nas empresas familiares.**

De acordo com Davis et al. (1997, p. 7), a identificação das pessoas dentro dos círculos ajuda a compreender seus diferentes interesses e, conseqüentemente, seus pontos de vista em relação a uma determinada empresa familiar.

■ 10.3 ○ MODELO TRIDIMENSIONAL DE DESENVOLVIMENTO DAS EMPRESAS FAMILIARES

O modelo dos três círculos, apesar de útil na análise das empresas familiares, apresenta uma deficiência: trata-se de um modelo estático, não considerando a dimensão temporal. A inclusão de um componente dinâmico é fundamental, já que o tempo acarreta mudanças nos problemas e desafios a serem enfrentados pelas empresas familiares durante sua trajetória. Como forma de complementar o modelo de três círculos, quatro pesquisadores norte-americanos²⁶ criaram um modelo que contempla uma escala de desenvolvimento para cada um dos três subsistemas – propriedade, família e gestão/empresa. Esse modelo, denominado “Modelo tridimensional de desenvolvimento da empresa familiar”, é apresentado na Figura 10.3:



Fonte: DAVIS, et al. *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*. Boston: Harvard Business School Press, 1997.

Figura 10.3 – O modelo tridimensional de desenvolvimento da empresa familiar.

De acordo com o modelo tridimensional de desenvolvimento, as empresas familiares passarão por estágios distintos em cada um dos seus subsistemas. Esses estágios as levarão, por sua vez, a desafios distintos ao longo de suas vidas. As características e os desafios de cada estágio de desenvolvimento são detalhados nas Tabelas 10.1 a 10.3:

ESTÁGIO DE DESENVOLVIMENTO DA PROPRIEDADE	CARACTERÍSTICAS	DESAFIOS-CHAVE
Proprietário controlador	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Controle consolidado em uma pessoa ou casal; ▪ Outros proprietários, caso existam, possuem somente participações simbólicas. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Capitalização da empresa; ▪ Equilibrar o controle unitário (tomada de decisão centralizada numa única pessoa) com a entrada de outros tomadores de decisão; ▪ Escolher uma estrutura de propriedade para a próxima geração (futuros acionistas e respectivos percentuais).

ESTÁGIO DE DESENVOLVIMENTO DA PROPRIEDADE	CARACTERÍSTICAS	DESAFIOS-CHAVE
Sociedade entre irmãos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dois ou mais irmãos com controle acionário significativo; ▪ Controle efetivo nas mãos de uma geração de irmãos. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desenvolver um processo para a partilha do controle entre os proprietários; ▪ Definir o papel dos acionistas não executivos da família ▪ Reter o capital para capitalização e investimentos mesmo com demanda de acionistas não executivos por dividendos; ▪ Controlar a geração de facções nos ramos da família.
Consórcio de primos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Muitos primos acionistas; ▪ Presença de acionistas familiares funcionários e não funcionários. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Administrar a complexidade da família e do grupo de acionistas (propriedade mais pulverizada); ▪ Criar um mercado de capitais para a empresa familiar (compra e venda de ações pelos familiares).

■ Tabela 10.1 – Características e desafios-chave do eixo da propriedade.

Fonte: adaptado de DAVIS et al. Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business. Boston: Harvard Business School Press Boston, 1997.

ESTÁGIO DE DESENVOLVIMENTO DA FAMÍLIA	CARACTERÍSTICAS	DESAFIOS-CHAVE
Jovem família empresarial	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Geração adulta abaixo dos 40 anos; ▪ Filhos (se houver) abaixo de 18 anos. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tomar as decisões iniciais em relação ao equilíbrio necessário entre trabalho e família; ▪ Educar os filhos.
Entrada na empresa	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Geração mais antiga entre 35 e 55 anos; ▪ Geração mais jovem entre 20 e 30 anos. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Separar e individualizar a geração mais nova (avaliar individualmente os novos membros da família); ▪ Facilitar um bom processo para as decisões sobre carreiras dos jovens.

ESTÁGIO DE DESENVOLVIMENTO DA FAMÍLIA	CARACTERÍSTICAS	DESAFIOS-CHAVE
Trabalho em conjunto	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Geração mais antiga entre 50 e 65 anos; ▪ Geração mais jovem entre 20 e 45 anos. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Promover cooperação e comunicação entre gerações que atuam juntas na empresa; ▪ Encorajar a administração positiva de conflitos entre os familiares; ▪ Administrar as duas ou três gerações da família que trabalham em conjunto.
Passagem do bastão	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Geração mais antiga com 60 anos ou mais. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Afastamento da geração mais velha da empresa; ▪ Transferência de liderança da família de uma geração para outra.

■ Tabela 10.2 – Características e desafios-chave do eixo da família.

Fonte: adaptado de DAVIS et al. *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*. Boston: Harvard Business School Press, 1997.

ESTÁGIO DE DESENVOLVIMENTO DA EMPRESA	CARACTERÍSTICAS	DESAFIOS-CHAVE
Início	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estrutura organizacional informal, com o proprietário gestor no centro; ▪ Um produto. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sobrevivência (entrada no mercado, financiamento etc.); ▪ Análise racional vs. sonho (planos iniciais em relação ao negócio vs. decisões difíceis a serem tomadas para sua sobrevivência).
Expansão/formalização	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estrutura cada vez mais funcional; ▪ Vários produtos ou linhas de negócio. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Evolução do papel do proprietário gestor e profissionalização da empresa (outros tomadores de decisão); ▪ Realização de um planejamento estratégico; ▪ Definição de sistemas e políticas organizacionais.

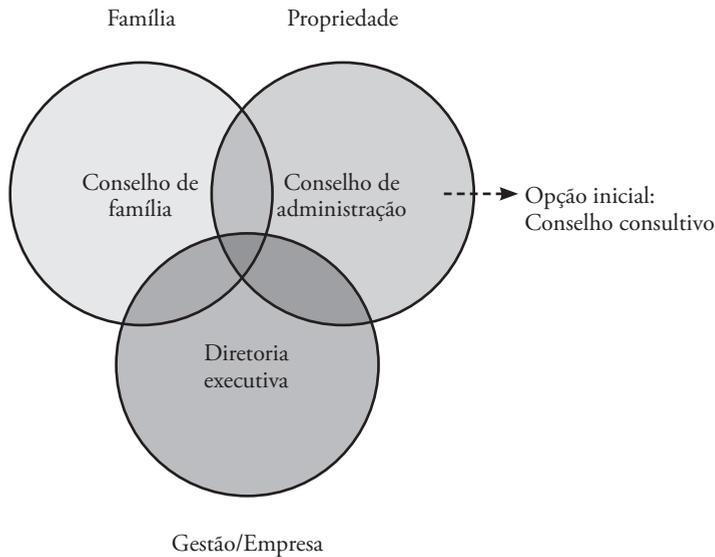
ESTÁGIO DE DESENVOLVIMENTO DA EMPRESA	CARACTERÍSTICAS	DESAFIOS-CHAVE
Maturidade	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estrutura organizacional estável; ▪ Base de clientes estável, com crescimento modesto; ▪ Estrutura divisional dirigida por equipe de executivos; ▪ Rotinas organizacionais bem estabelecidas. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Novo foco estratégico; ▪ Comprometimento dos gestores e acionistas; ▪ Reinvestimento.

■ Tabela 10.3 – Características e desafios-chave do eixo da empresa/gestão.

Fonte: adaptado de Davis et al. *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*. Boston: Harvard Business School Press, 1997.

10.4 ÓRGÃOS DE GOVERNANÇA PARA AS TRÊS ESFERAS DE PODER NA EMPRESA FAMILIAR

Para o bom funcionamento do modelo de governança das empresas familiares, é importante que as diferentes esferas de poder sejam formalizadas por meio de fóruns específicos para discussão e busca de soluções. Tais fóruns devem ter papéis e delimitações bem definidas entre si. De forma geral, conforme a figura a seguir, sugere-se a estruturação de um órgão de governança para cada esfera de poder: conselho de família para a esfera da família, conselho de administração para a esfera da propriedade (ou conselho consultivo²⁷ como opção inicial para as empresas de menor porte) e diretoria executiva para a esfera da gestão.



■ **Figura 10.4 – Os órgãos de governança para as três esferas de poder na empresa familiar.**

Enquanto a diretoria executiva e o conselho de administração são órgãos comuns a todas as sociedades anônimas, o conselho de família é obviamente um órgão peculiar às empresas familiares. Sua principal função é administrar o cotidiano das chamadas “famílias empresárias”, proporcionando um espaço para que as questões familiares ligadas ao mundo dos negócios sejam debatidas de forma estruturada e organizada. O Manual IFC de governança para empresas familiares argumenta que o órgão tende a ser constituído quando a família atinge um tamanho superior a 30 membros com interesses na empresa, tornando difícil a discussão e a tomada de decisões em assembleias familiares.

Em relação à sua interface, os conselhos de família funcionam como um fórum representativo dos interesses dos membros da família na sua relação com a assembleia de acionistas e o conselho de administração da empresa familiar. A instalação de um conselho de família visa principalmente:²⁸

- Contribuir para maior unidade do posicionamento familiar, coordenando e alinhando as expectativas da família empresária;
- Facilitar a comunicação entre os familiares (incluindo os que não atuam na empresa), diminuindo a assimetria informacional e os ruídos entre os acionistas e demais familiares envolvidos com a companhia;
- Evitar que a agenda da empresa seja discutida em eventos familiares e vice-versa;

- Atuar como o elo entre a família, o conselho de administração e a direção executiva;
- Propor os candidatos indicados pela família para o conselho de administração;
- Promover a educação de familiares e o planejamento sucessório da companhia;
- Elaborar e revisar políticas de emprego para membros da família na empresa;²⁹
- Resguardar os princípios e cultura (história, valores éticos, visão) da família, bem como os documentos corporativos que reflitam a posição da família sobre essas matérias;
- Definir critérios para proteção patrimonial, crescimento, diversificação e administração de bens mobiliários e imobiliários da família empresária;
- Criar mecanismos para a aquisição de ações de sócios familiares em caso de saída.

Segundo Bornholdt (2005, p. 97), os conselhos de família podem possuir diferentes focos, em função das especificidades familiares:

- Conselhos de família com foco no patrimônio: centram suas atividades em torno da propriedade, zelando pelo patrimônio, a rentabilidade e a liquidez dos investimentos. Acompanham e controlam os negócios e investimentos com perspectiva de investidores, por meio de um sistema formal de prestação de contas sobre os negócios para os membros da família, incluindo a avaliação do desempenho dos conselheiros familiares e a administração do acordo de acionistas.
- Conselhos de família com foco na educação familiar: centram suas atividades na formação de herdeiros e sucessores, preparando os jovens, dentro ou fora da empresa, para que tenham uma boa formação. Criam e administram programas de formação dos familiares para o exercício do papel de acionistas, além de fomentar e administrar o processo sucessório.
- Conselhos de família com foco na cultura/memória familiar: centram suas atividades na manutenção da união da família e preservação da imagem da empresa. Zelam pela imagem e reputação da família, bem como sua história, crenças e valores. Administram as atividades filantrópicas da família, eventualmente criando fundações e outras entidades não governamentais.

O conselho de família pode ser formalizado por meio de acordo de acionistas. Deve ter um tamanho que proporcione simultaneamente representatividade dos ramos familiares e boa produtividade das reuniões, sendo recomendável algo entre cinco a dez membros. O presidente deve ser eleito dentre seus membros, e as

reuniões do órgão devem ocorrer com as devidas formalidades, incluindo a distribuição prévia de documentos e a posterior elaboração de atas a serem assinadas por todos os presentes. Nesse sentido, deve possuir secretaria para registro das decisões e manutenção de um sistema de informações. Idealmente, deve ter um orçamento próprio definido anualmente e local próprio (fora da empresa) para seu funcionamento. A periodicidade das reuniões deve ser no mínimo trimestral. Um calendário anual de pautas é importante a fim de assegurar espaço anualmente para todas as questões relevantes, mesmo aquelas com baixo nível de urgência. Os conselhos de família também podem ter comitês destinados a aprofundar o entendimento sobre temas relevantes, tais como capacitação e desenvolvimento de familiares, cultura e administração de recursos, entre outros. De forma similar aos demais órgãos de governança internos à empresa, deve possuir um Regimento Interno próprio contendo suas atribuições, composição e *modus operandi*.

10.5 OS GANHOS POTENCIAIS DA BOA GOVERNANÇA: O ESTUDO DE CASOS DO IBGC

Em 2006, o IBGC produziu³⁰ o primeiro livro com estudos de casos sobre empresas familiares brasileiras focado na temática da governança. O livro, intitulado *Governança corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil* entrevistou quinze companhias de controle familiar listadas em bolsa e consideradas então como destacadas em governança corporativa no país.³¹

O trabalho obteve resultados interessantes e potencialmente úteis para outras empresas familiares do país. Do ponto de vista quantitativo, constatou que as empresas familiares analisadas apresentaram resultados financeiros melhores do que a média das empresas listadas na Bovespa na ocasião, evidenciando uma correlação positiva e significativa entre o “investimento” em governança dessas empresas e seu sucesso operacional e no mercado.

Do ponto de vista qualitativo, identificou as principais motivações para implementação de boas práticas de governança. Entre as motivações reportadas pelas empresas do estudo, cinco foram citadas com maior frequência: i) desejo de institucionalizar e perpetuar o modelo de negócio da companhia; ii) meio para implementar o planejamento estratégico definido; iii) forma de agregar valor para seus acionistas; iv) aumento da possibilidade de captação de recursos junto a credores e acionistas; e v) forma de melhorar a imagem da empresa no exterior, facilitando sua internacionalização.

A pesquisa reportou ainda, sob a ótica das companhias, os principais benefícios colhidos decorrentes da adoção de melhores práticas de governança. Os be-

nefícios foram divididos em dois grupos: internos, ligados ao aprimoramento do funcionamento da alta gestão e do sistema para tomada de decisões; e externos, atrelados a uma redução no custo de capital e a uma melhor percepção junto aos investidores externos.

Entre os benefícios internos, cinco merecem destaque: i) maior profissionalização da gestão e alinhamento dos interesses; ii) maior formalização dos processos de trabalho; iii) aprimoramento do processo decisório da alta gestão, com decisões menos subjetivas e ao mesmo tempo mais rápidas; iv) separação mais clara de papéis entre representantes da propriedade (conselheiros) e da gestão (diretor-presidente e demais diretores); e v) melhor gestão dos riscos, incluindo o aprimoramento dos controles internos.

Entre os benefícios externos auferidos de acordo com as empresas, destacam-se: i) melhor percepção dos papéis corporativos pelos investidores, com maior valorização de ações e títulos de dívida da empresa; ii) maior acesso ao capital, com aumento do leque de opções para financiamento de projetos (mesmo em momentos macroeconômicos difíceis); iii) aumento de credibilidade junto a credores (incluindo bancos de fomento como BNDES e IFC) e contribuição para um melhor *rating* de crédito; iv) maior liquidez e volume de negócios das ações; e v) melhor imagem e reputação da companhia no mercado.

QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

- 1) Em sua opinião, o que torna uma empresa familiar diferente das demais? Quais são seus principais riscos e desafios específicos?
- 2) Quais são as principais vantagens potenciais das empresas familiares?
- 3) Quais são as três esferas de poder tradicionalmente atribuídas às empresas familiares? Quais são os órgãos de governança a serem constituídos para um melhor funcionamento dessas esferas?
- 4) O que é conselho consultivo? Quais são suas vantagens e desvantagens? Você acredita que o órgão seja importante para empresas familiares em estágio inicial de aprimoramentos em governança ou acredita que ele acarreta mais desvantagens do que vantagens?
- 5) O que é conselho de família? Quais são suas principais atribuições? De acordo com as práticas recomendadas, teça algumas recomendações para seu funcionamento.

■ REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDERSON, Ronald; REEB, David M. "Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500". *Journal of Finance*, 58, pp. 1301–1329, 2003.

BARONTINI, Roberto; CAPRIO, Lorenzo. "The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe". *ECGI Working Paper 88*, 2005.

BENNEDSEN, Morten; NIELSEN, Kasper; PÉREZ-GONZALES, Francisco; WOLFENZON, Daniel (2006). "Inside the family firms: the role of families in succession decisions and performance". Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=925650>.

BERNHOFET, Renato; GALLO, Miguel. *Governança na empresa familiar*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

BORNHOLDT, Werner. *Governança na empresa familiar*. 1ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry H. P. "Separation of ownership from control of East Asian firms". *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 81–112, 2000.

DAVIS, John; HAMPTON, Marion M.; LANSBERG, Ivan; GERSICK, Kelin E. *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*. 1ª ed. Boston: Harvard Business School Press, 1997.

ESTOL, Kátia Maria Felipe; FERREIRA, Maria Cristina. "O processo sucessório e a cultura organizacional em uma empresa familiar brasileira". *RAC – Revista de Administração Contemporânea*, v. 10, n. 4, out./nov./dez. 2006.

GONÇALVES, José Sérgio Rocha de Castro. "As empresas familiares no Brasil". *RAE – Revista de Administração de Empresas da EAESP/FGV*, v. 40, n. 1, jan./mar. 2000.

IBGC (Org.). *Governança em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil*. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006.

IFC – International Finance Corporation. *Manual IFC de governança para empresas familiares*. Nova York: International Finance Corporation, 2007

LA PORTA, Rafael; DE SILANES, Florencio López; SHLEIFER, Andrei. “Corporate ownership around the world”. *Journal of Finance*, 54, pp. 471–517, 1999.

LANSBERG, Ivan. *Succeeding Generations: Realizing the Dream of Families in Business*. 1ª ed. Boston: Harvard Business School Press, 1999.

MORCK, Randall K.; STANGELAND, David A.; YEUNG, Bernard. “Inherited wealth, corporate control, and economic growth. The Canadian disease?” In: Morck, Randall K. (Ed.) *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 319–369, 2000.

PÉREZ-GONZÁLEZ, Francisco. “Inherited control and firm performance”. *American Economic Review*, 96, pp. 1559–1588, 2006.

SCHEFFER, Angela Beatriz Busato. “Fatores dificultantes e facilitadores ao processo de sucessão familiar”. *RAUSP – Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo*, v. 30, n. 3, jul./set. 1995.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL DA SILVA, André; BARROS, Lucas Ayres B. de C. (2007). “Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil”. Disponível: <http://ssrn.com/abstract=995764>.

SRAER, David; THESMAR, David. (2007). “Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market”. *Journal of the European Economic Association*, 5, pp. 709–751.

VILLALONGA, Belén; AMIT, Raphael. “How do family ownership, control, and management affect firm value”. *Journal of Financial Economics*, 80, pp. 385–417, 2006.

WAIANDT, Claudiani; DAVEL, Eduardo. “Organizações, representações e sincretismo: a experiência de uma empresa familiar que enfrenta mudanças e sucessões de gestão”. *RAC – Revista de Administração Contemporânea*, v. 12, n. 2, abr./mai./jun. 2008.

¹ O Conselho Consultivo é um órgão não deliberativo com a missão de assessorar a direção da empresa por meio de sugestões e recomendações. Os conselhos consultivos podem ser permanentes ou temporários, auxiliando a empresa no processo gradual de aprimoramento rumo às melhores práticas de governança. Em algumas situações, evoluem de um caráter provisório para transformarem-se posteriormente em um conselho de administração. Em outras, conforme descrito no *Manual IFC de Governança para Empresas Familiares*, podem atuar paralelamente a um conselho de administração composto por familiares, compensando limitações técnicas do conselho de administração sem diluir o controle da família sobre as tomadas de decisão. Ainda de acordo com o documento (p. 37), “o conselho consultivo pode ser visto como uma ‘solução de meio termo’ entre um conselho de administração plenamente dominado pela família e um mais independente. Muitas empresas familiares reconhecem a necessidade de contar com um conselho independente, mas ao mesmo tempo se sentem desconfortáveis ao compartilhar informações sensíveis da companhia e o poder de decisão com pessoas de fora”. Segundo Bornholdt (2005, p. 85), geralmente são formados por membros de notório saber em áreas específicas de conhecimento e vasta experiência, proporcionando a contribuição de conselheiros independentes e qualificados. O órgão pode ser especialmente útil durante um processo de transição ou grande mudança, tais como na iminência de uma abertura de capital, implementação do processo sucessório, reestruturação organizacional, fusões e aquisições etc. De acordo com a quarta edição do Código do IBGC, a existência de um Conselho Consultivo formado preferencialmente por membros independentes é uma boa prática, sobretudo para organizações em estágio inicial de adoção de boas práticas de governança corporativa. Por outro lado, o órgão possui uma desvantagem: sua ausência de poder e autoridade sobre a empresa pode levar à desmotivação de seus membros e à ausência de responsabilização sobre as decisões recomendadas.

² O rol de objetivos do Conselho de Família foi criado com base em três fontes principais: Bornholdt (2005), *Manual IFC de Governança em Empresas Familiares* (2007) e quarta edição do *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC* (2009).

³ De acordo com o *Manual IFC de Governança em Empresas Familiares*, é fundamental ter regras claras e formais relativas ao emprego de familiares na companhia, já que (p. 21): “Muitas empresas familiares que deixam de estabelecer políticas quanto a empregar seus membros acabam tendo mais empregados da família do que a companhia de fato necessita.” O documento destaca ainda que (p. 21) “não há um conjunto único de regras “corretas” que todas as empresas familiares deveriam seguir. Enquanto algumas famílias proibem terminantemente que seus membros trabalhem na empresa, outras permitem que familiares trabalhem na firma, mas impõem sobre eles certas condições, como um nível educacional mínimo requerido, experiência de trabalho anterior e limites de idade.

⁴ O trabalho foi realizado com o patrocínio parcial do órgão norte-americano CIPE (*Center for International Private Enterprise*).

⁵ As empresas analisadas foram Gerdau, Gol, Itaú, Klabin, Localiza, Marcopolo, Natura, Net, Pão de Açúcar, Randon, Sadia, Saraiva, Suzano, Ultrapar e Weg.

⁶ A promoção automática de pessoas com base em parentesco pode minar a meritocracia no ambiente de trabalho, provocando fuga de talentos e aumento da rivalidade pessoal entre os membros da alta gestão.

⁷ A convivência de gerações distintas na mesma companhia pode gerar disputas por autoafirmação e poder. Além disso, a tentativa de promoção, por diferentes sócios, de seus respectivos ramos familiares e a eventual influência de agregados que surgem ao longo do tempo podem causar impactos negativos sobre a empresa.

⁸ A ausência de critérios para separação de ativos familiares dos ativos corporativos pode causar prejuízos à organização.

⁹ Dinâmicas familiares de longa data (relacionamentos pessoais e histórico sentimental) podem influenciar as decisões correntes sobre o negócio. Além disso, pode ser mais difícil exercer a autoridade e exercer regras de mercado entre familiares.

¹⁰ A discussão de assuntos familiares na empresa (e vice-versa) tende a ser potencialmente problemática, dificultando a necessária separação de papéis e a formalização das decisões tomadas.

¹¹ A existência de acionistas relevantes na gestão tende a mitigar possíveis desalinhamentos de interesses entre executivos e acionistas, em função de estes arcarem com grande parte do ônus financeiro decorrente de suas decisões.

¹² Segundo Davis *et al.* (1997), caso as atividades consigam se desenvolver em harmonia, a união entre família e trabalho pode acarretar níveis de comprometimento e dedicação raramente alcançados em empresas não familiares.

¹³ As famílias controladoras geralmente montam posições acionárias de longo prazo em suas companhias, inclusive em função de questões sentimentais. Como resultado, podem ser menos suscetíveis a pressões por resultados de curto prazo.

¹⁴ A presença de um grande acionista como gestor tende a aumentar a rapidez na tomada das decisões importantes, algo que pode ser fundamental para o sucesso das empresas, especialmente nos primeiros anos.

¹⁵ Criar mecanismos sistemáticos de reporte para os acionistas familiares não gestores, evitando uma assimetria de informação sobre o negócio que pode levar a conflitos dentro da família e entre os acionistas.

¹⁶ Este é o famoso dilema crescimento vs. controle das empresas familiares. Por um lado, a família passa a demandar mais recursos da empresa à medida que o tempo passa, em função do aumento do número de membros e da busca de recursos para seus projetos pessoais de vida. Por outro lado, a empresa também passa a demandar mais recursos, haja vista que seu processo de crescimento exige capitalização contínua e investimentos de longo prazo. O caminho natural seria o aporte de recursos externos, com a entrada de eventuais novos sócios e diluição do controle. Entretanto, como geralmente a família deseja assegurar seu controle e poder de mando, tem-se o dilema em questão.

¹⁷ De forma a estabelecer foros para o tratamento das questões familiares, societárias e de gestão, a fim de conciliar os distintos interesses individuais sob um interesse e planejamento corporativo maior.

¹⁸ Promover um processo educacional para equalizar a informação entre todos os herdeiros sobre o negócio, capacitando-os para o papel de acionistas (sendo mais importante do que prepará-los para o papel de gestores, já que a maior parte tende a seguir carreiras profissionais fora da empresa).

¹⁹ Criar competências não apenas para um bom processo decisório na empresa, mas também para um bom processo decisório na família e no Conselho de Administração.

²⁰ No Brasil, dois tipos de empresas fechadas têm mostrado interesse especial em aprimorar suas práticas de governança: as com alto potencial de crescimento e as em fase de transição de gera-

ções ou de sucessão. Em relação às empresas com alto potencial de crescimento, é natural que necessitem de recursos externos para novos projetos de investimento. Para estas, a adoção da boa governança facilita o acesso ao capital. Em relação às empresas familiares em momento de transição, as práticas de governança são úteis para torná-las menos dependentes de pessoas específicas, notadamente em relação aos empreendedores.

²¹ Além do trabalho de Villalonga e Amit (2006), outros merecem destaque. Anderson e Reeb (2003) constataram um maior valor de mercado para empresas familiares pertencentes ao índice S&P 500 nos Estados Unidos. Resultado similar foi encontrado por Sraer e Thesmar (2007) para empresas listadas na França. Barontini e Caprio (2005), por sua vez, também obtiveram evidências de maior valor de mercado e melhor desempenho operacional em uma amostra com empresas de diversos países da Europa Continental. Por outro lado, diversos estudos obtêm resultados opostos. Morck *et al.* (2000) observam uma influência negativa da propriedade familiar sobre o desempenho financeiro no Canadá. Pérez-Gonzales (2006) constata um forte declínio no desempenho de empresas familiares após a primeira sucessão de lideranças da companhia, lançando, assim, dúvidas sobre a capacidade de estas companhias auferirem bons resultados no longo prazo. Segundo o autor, seus resultados evidenciam o fato de que o nepotismo tende a prejudicar o desempenho da empresa ao limitar o escopo da competição de mercado para os principais cargos executivos. Bennedsen *et al.* (2006) reforçam esta ideia, ao constatar um impacto negativo na rentabilidade operacional das companhias familiares após processos de sucessão na Dinamarca. Em resumo, a evidência internacional tem se mostrado inconclusiva até o momento, e o melhor ou pior desempenho e valor de mercado das companhias familiares permanece uma questão em aberto na literatura. No Brasil, apesar do peso relevante das companhias familiares, carecem estudos quantitativos (e com grandes amostras) que analisem o impacto do controle, propriedade e gestão familiar sobre as políticas corporativas e o desempenho das empresas. No geral, existem estudos qualitativos pertencentes a áreas de conhecimento externas a finanças, contabilidade e economia, tais como os de Scheffer (1995), Gonçalves (2000), Estol e Ferreira (2006) e Waiandt e Davel (2008).

²² É comum associar a “governança nas empresas familiares” ao tema específico da sucessão. Embora seja um aspecto-chave nessas companhias, Bernhoeft e Gallo (2003) destacam que a sucessão deve ser entendida como um processo mais amplo de substituição de lideranças e ordenação nos três núcleos de poder, e não apenas como uma busca para encontrar uma nova pessoa apta a “tocar o negócio”.

²³ As Seções 10.2 e 10.3 foram construídas com base no capítulo 1 do livro do IBGC *Governança em Empresas de Controle Familiar: Casos de Destaque no Brasil*. O livro foi organizado e coordenado pelo autor desta obra, sendo o capítulo 1 em questão de sua autoria.

²⁴ No caso de empresas multifamiliares, constituídas por dois ou mais sócios de famílias distintas, o modelo tem de ser adaptado, já que cada empreendedor contará uma esfera familiar distinta e superposta em parte com a gestão e a propriedade da empresa.

²⁵ Os públicos de interesse são baseados nos modelos propostos por Bernhoeft e Gallo (2003, p. 16) e Bornholdt (2005, p. 36).

²⁶ John Davis, Marion M. Hampton, Ivan Lansberg e Kelin E. Gersick, autores do livro *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*.

²⁷ O Conselho Consultivo é um órgão não deliberativo com a missão de assessorar a direção da empresa por meio de sugestões e recomendações. Os conselhos consultivos podem ser permanentes ou temporários, auxiliando a empresa no processo gradual de aprimoramento rumo

às melhores práticas de governança. Em algumas situações, evoluem de um caráter provisório para transformarem-se posteriormente em um conselho de administração. Em outras, conforme descrito no Manual IFC de Governança para Empresas Familiares, podem atuar paralelamente a um conselho de administração composto por familiares, compensando limitações técnicas do conselho de administração sem diluir o controle da família sobre as tomadas de decisão. Ainda de acordo com o documento (p. 37), “o conselho consultivo pode ser visto como uma ‘solução de meio termo’ entre um conselho de administração plenamente dominado pela família e um mais independente. Muitas empresas familiares reconhecem a necessidade de contar com um conselho independente, mas ao mesmo tempo se sentem desconfortáveis ao compartilhar informações sensíveis da companhia e o poder de decisão com pessoas de fora”. Segundo Bornholdt (2005, p. 85), geralmente são formados por membros de notório saber em áreas específicas de conhecimento e vasta experiência, proporcionando a contribuição de conselheiros independentes e qualificados. O órgão pode ser especialmente útil durante um processo de transição ou grande mudança, tais como na iminência de uma abertura de capital, implementação do processo sucessório, reestruturação organizacional, fusões e aquisições etc. De acordo com a quarta edição do Código do IBGC, a existência de um Conselho Consultivo formado preferencialmente por membros independentes é uma boa prática, sobretudo para organizações em estágio inicial de adoção de boas práticas de governança corporativa. Por outro lado, o órgão possui uma desvantagem: sua ausência de poder e autoridade sobre a empresa pode levar à desmotivação de seus membros e à ausência de responsabilização sobre as decisões recomendadas.

²⁸ O rol de objetivos do Conselho de Família foi criado com base em três fontes principais: Bornholdt (2005), *Manual IFC de Governança em Empresas Familiares* (2007) e quarta edição do *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC* (2009).

²⁹ De acordo com o *Manual IFC de Governança em Empresas Familiares*, é fundamental ter regras claras e formais relativas ao emprego de familiares na companhia, já que (p. 21): “Muitas empresas familiares que deixam de estabelecer políticas quanto a empregar seus membros acabam tendo mais empregados da família do que a companhia de fato necessita.” O documento destaca ainda que (p. 21) “não há um conjunto único de regras “corretas” que todas as empresas familiares deveriam seguir. Enquanto algumas famílias proíbem terminantemente que seus membros trabalhem na empresa, outras permitem que familiares trabalhem na firma, mas impõem sobre eles certas condições, como um nível educacional mínimo requerido, experiência de trabalho anterior e limites de idade.

³⁰ O trabalho foi realizado com o patrocínio parcial do órgão norte-americano CIPE (*Center for International Private Enterprise*).

³¹ As empresas analisadas foram Gerdau, Gol, Itaú, Klabin, Localiza, Marcopolo, Natura, Net, Pão de Açúcar, Randon, Sadia, Saraiva, Suzano, Ultrapar e Weg.

CAPÍTULO 11

GOVERNANÇA CORPORATIVA APLICADA ÀS EMPRESAS SOB CONTROLE ESTATAL (ECEs)

Conceitos apresentados neste capítulo

- A importância das boas práticas de governança nas empresas estatais;
- As diretrizes da OCDE sobre governança corporativa para ECEs;
- Como resolver a questão da função-objetivo das ECEs? A dicotomia entre a maximização do valor da empresa e a promoção de políticas públicas;
- Um exemplo positivo de governança em empresas estatais: o caso Sabesp;
- Exemplos de decisões de governança em ECEs mal recebidas pelo mercado.

11.1 A IMPORTÂNCIA DAS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA NAS EMPRESAS ESTATAIS

Apesar do processo de privatização ocorrido na década de 1990,¹ a governança das empresas estatais continua sendo um tema-chave para a competitividade e a eficiência econômica por três razões principais. Primeiro, as empresas sob controle estatal (ECEs) representam um peso substancial da composição do Ibovespa (22,8% em fevereiro de 2010). Logo, é importante para os investidores do mercado acionário que essas empresas sejam bem dirigidas, haja vista que surpresas desagradáveis terão impacto imediato em seu patrimônio. Segundo, o desempenho das ECEs – que geralmente operam em setores estratégicos e de infraestrutura como os de energia, petróleo, transportes, saneamento e financeiro² – tem impacto direto sobre a sociedade como numa espécie de “efeito cascata”, já que suas eventuais ineficiências serão transferidas para o preço de seus produtos e serviços, com efeitos sobre toda a cadeia produtiva.³ E, terceiro, é importante que o governo “dê o exemplo”, se comportando bem em relação às suas atividades empresariais como forma de ter legitimidade para exigir que o setor privado aprimore a governança. Deve-se ainda destacar que, à medida que são adotadas boas práticas, aumenta também o controle da sociedade sobre o uso que o próprio Estado poderá fazer de tais companhias.

Inicialmente, é necessário diferenciar as modalidades de empresas estatais. Basicamente, elas podem ser divididas em empresas públicas e sociedades de economia mista. Enquanto as empresas públicas compreendem as entidades com propriedade integral do capital social pelo Estado, as sociedades de economia mista compreendem entidades com conjugação de capital público e privado (investidores), com controle (maioria das ações com direito a voto) obrigatoriamente em posse do Estado.⁴ Em virtude de as questões de governança serem mais abordadas nas empresas estatais onde há participação de investidores do mercado, as sociedades de economia mista constituem o foco deste capítulo, sendo denominadas no texto como “empresas sob controle estatal” (ECEs).⁵

Além das questões de governança tradicionalmente presentes em qualquer sociedade anônima, as ECEs apresentam perigos e desafios peculiares de governança. Entre os principais perigos, merecem destaque:

- A possibilidade de as ECEs sofrerem interferência indevida ou excessiva do Estado no papel de controlador;
- A possibilidade de as ECEs sofrerem pouca pressão por resultados e eficiência operacional, já que estão livres dos riscos de falência e aquisição hostil (dois dos principais mecanismos externos de governança);

- A possibilidade de haver diluição da responsabilização pelas decisões tomadas, tendo em vista que as ECEs possuem uma estrutura mais complexa de tomada de decisões, envolvendo diversos agentes em cadeia (tais como gestores, conselheiros, secretários de estado, ministros, governo);
- A dificuldade da manutenção da continuidade administrativa,⁶ tendo em vista que as ECEs normalmente passam por uma “mudança” do controlador a cada quatro ou oito anos (o que pode ocasionar uma maior incerteza *ex ante*).

As ECEs também apresentam diferentes desafios de governança. Entre eles, destacam-se a necessidade de:

- Definir de forma clara a função-objetivo da empresa em suas decisões, lidando adequadamente com a dualidade entre a maximização do valor de longo prazo da companhia e a promoção do bem-estar social e das políticas públicas;
- Definir regras para transações com partes relacionadas, principalmente com o governo e órgãos públicos;
- Definir uma política de preços com regras claras e implementação independente de questões políticas momentâneas;
- Estabelecer procedimentos para nomeação dos administradores que assegurem um ambiente meritocrático e de alto nível técnico;
- Propiciar ao conselho de administração poder de fato para seleção e substituição dos executivos principais;
- Criar mecanismos que permitam maior proteção do modelo de gestão da companhia contra mudanças bruscas no cenário político, assegurando a manutenção de seus compromissos prévios com investidores e demais *stakeholders*.

Nos últimos anos, o tema da governança aplicada às ECEs tem recebido atenção cada vez maior do mercado. Como exemplo, um encontro latino-americano realizado com investidores e representantes de ECEs em 2005 levantou os principais problemas de governança das empresas estatais latino-americanas sob o ponto de vista do mercado (ver Tabela 11.1):

DIMENSÃO DE GOVERNANÇA	PRINCIPAIS PROBLEMAS LEVANTADOS NAS ECEs
Transparência e <i>disclosure</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Falta de transparência sobre os objetivos da corporação e formas de avaliação de desempenho; ▪ Falta de transparência sobre as informações financeiras e não financeiras; ▪ Ausência de transparência sobre a forma de remuneração do conselho de administração e diretoria executiva; ▪ Necessidade de maior continuidade na gestão da companhia após mudanças eleitorais.
Composição e funcionamento do CA	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Necessidade de atribuição de maior poder de decisão aos conselhos de administração, incluindo definição da estratégia e contratação e demissão do executivo principal; ▪ Escolha dos conselheiros vinculada às atividades diretas na administração pública, sem levar em conta as exigências do cargo; ▪ Falta de definição clara do perfil dos conselheiros e diretores; ▪ Necessidade de presença mínima de independentes no conselho e de melhor capacitação dos conselheiros; ▪ Necessidade de separação clara dos papéis do conselho de administração e diretoria executiva; ▪ Supervisão ineficiente do conselho sobre a gestão.
Ética e conflitos de interesse	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Utilização da indicação de conselheiros e executivos como instrumento político; ▪ Utilização arbitrária dos ativos da empresa; ▪ Transações com partes relacionadas: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausência de avaliação dos demais acionistas nas decisões de interesse exclusivo do controlador; ▪ Ausência de divulgação transparente e auditada de todas as operações com entidades da administração pública.
Direitos dos acionistas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausência de boas práticas pela maioria das ECEs, resultando em abusos de poder por parte do controlador; ▪ Alta proporção de ações sem direito a voto; ▪ Não concessão voluntária de <i>tag along</i> e direito a voto aos acionistas preferencialistas em matérias relevantes.

■ Tabela 11.1 – Problemas de governança corporativa em ECEs latino-americanas sob o ponto de vista do mercado.

Fonte: Segundo Encontro Latino-Americano sobre Governança nas Empresas Estatais: 17 e 18 nov. 2005, Brasília-DF, Brasil.⁷

11.2 AS DIRETRIZES DA OCDE SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA ECEs

Em setembro de 2005, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)⁸ lançou, após dois anos de pesquisa junto aos agentes do mercado e do setor público, um importante documento destinado a fornecer diretrizes para o aprimoramento das práticas de governança nas ECEs. O documento, intitulado “*Corporate Governance Guidelines for State-Owned Enterprises (SOEs)*”, complementa os Princípios de governança corporativa da OCDE, principal documento sobre governança corporativa da entidade, sendo considerado o primeiro *benchmark* internacional para auxiliar os governos no aprimoramento das práticas de governança das empresas sob seu controle.

As diretrizes da OCDE são baseadas em cinco princípios fundamentais:

1. Deve haver um mercado que assegure a justa competição entre empresas sob controle estatal e privadas, incluindo a separação dos papéis do Estado como acionista controlador e como órgão regulador do mercado;
2. O Estado deve reforçar sua função de proprietário, atuando de forma ativa e bem informada, porém com atribuições diferentes das de gestor;
3. O Estado deve separar as decisões de negócio das decisões políticas, reduzindo a interferência política na gestão diária das empresas;
4. As ECEs devem aprimorar sua transparência por meio do fortalecimento dos controles internos, supervisão por auditorias independentes, elaboração de relatórios amplos e divulgação das operações com o Estado;
5. Os conselhos de administração das ECEs devem ser fortalecidos, incluindo a introdução de um processo transparente para indicação de conselheiros (com base em competências e *expertises*) e alocação do poder de fato aos conselhos na escolha e destituição dos diretores-presidentes (CEOs) das ECEs.

Em relação à sua estrutura, o documento é composto por seis capítulos:

1. Garantia de uma estrutura legal e reguladora efetiva para as ECEs;
2. Atuação do Estado como proprietário;
3. Tratamento equitativo dos acionistas;
4. Relacionamento com os demais *stakeholders*;
5. Transparência e *disclosure*;
6. Responsabilidades dos conselhos de administração.

Cada capítulo apresenta uma série de recomendações às ECEs, com destaque para as recomendações da Tabela 11.2:

3	Tratamento equitativo dos acionistas	"O Estado e as ECEs devem reconhecer os direitos de todos os acionistas, garantindo-lhes um tratamento equitativo e com igual acesso às informações corporativas".	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Criação de mecanismos nas ECEs para assegurar que todos os acionistas sejam tratados igualmente; ▪ Definição de um alto nível de transparência das ECEs para com seus acionistas; ▪ Desenvolvimento de uma política ativa de comunicação e consulta com todos seus acionistas pelas ECEs; ▪ Criação de regras a fim de facilitar a participação de acionistas minoritários nas assembleias gerais, permitindo-lhes participar das decisões corporativas fundamentais.
4	Relacionamento com os demais públicos de interesse (<i>stakeholders</i>)	"A política do Estado como proprietário deve reconhecer as responsabilidades das ECEs perante seus <i>stakeholders</i> ".	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reconhecimento explícito e respeito aos direitos dos <i>stakeholders</i> estabelecidos em lei ou outras regulamentações; ▪ Elaboração de documento público periódico reportando o relacionamento das ECEs com seus <i>stakeholders</i>; ▪ Desenvolvimento, implementação e comunicação de códigos de ética pelas ECEs, a serem aprovados por seus respectivos conselhos de administração.
5	Transparência e <i>disclosure</i>	"As ECEs devem observar um alto padrão de transparência, em conformidade com os Princípios de GC da OCDE".	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desenvolvimento pelas ECEs de procedimentos de auditoria interna eficientes, reportando diretamente ao conselho de administração ou ao comitê de auditoria; ▪ Auditoria externa anual das ECEs com base em padrões internacionais; ▪ Divulgação de informações financeiras e não financeiras das ECEs com base em altos padrões de qualidade reconhecidos internacionalmente; ▪ Divulgação periódica das informações materiais/relevantes das ECEs para o público em geral, incluindo: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Uma declaração dos objetivos da companhia e das métricas utilizadas para avaliar seu alcance; ▪ A estrutura societária detalhada da companhia; ▪ Fatores de risco relevantes e medidas adotadas visando mitigá-los; ▪ Quaisquer ajudas financeiras recebidas do Estado; ▪ Todas as operações relevantes com partes relacionadas.

11.3 COMO RESOLVER A QUESTÃO DA FUNÇÃO-OBJETIVO DAS ECEs? A DICOTOMIA ENTRE A MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DA EMPRESA E A PROMOÇÃO DE POLÍTICAS PÚBLICAS

A definição da função-objetivo é provavelmente o item mais importante de governança a ser trabalhado nas empresas estatais. Sem uma clara definição dos critérios a serem utilizados na tomada de decisões, corre-se o risco de a companhia proporcionar surpresas negativas aos seus investidores, além de sua alta gestão passar por uma espécie de “crise existencial” interna na avaliação de matérias relevantes.¹⁰

Conforme abordado no Capítulo 3, geralmente assume-se nas empresas privadas que a busca pela maximização do seu valor de longo prazo é a função-objetivo adequada, sendo este o critério a ser utilizado na tomada de decisões. Por outro lado, nas empresas públicas de controle integral do Estado, normalmente determina-se outra lógica, de busca pela promoção de políticas públicas a fim de maximizar o bem-estar social.

O problema surge quando as empresas estatais começam a receber recursos de investidores privados com outros objetivos, que não o de promoção de políticas públicas. Nessa situação, típica das sociedades de economia mista, faz-se necessário definir uma nova função-objetivo, que proporcione aos gestores *trade-offs* claros nas decisões que envolvam conflitos entre a maximização da rentabilidade da empresa e a promoção de políticas públicas muitas vezes com impactos negativos sobre seu resultado financeiro. Há duas formas de resolver tal problema.

A primeira opção é assumir a existência da dicotomia entre a maximização do valor de longo prazo e a busca pela promoção de políticas públicas nas decisões das ECEs, informando aos investidores *antes da captação de recursos* que algumas decisões irão sacrificar a rentabilidade da companhia em prol de causas sociais. Caso essa opção seja escolhida, torna-se fundamental descrever *ex-ante* como tais conflitos serão resolvidos internamente (quais serão os pontos de troca ou *trade-offs*) para a tomada de decisões relevantes.

A segunda opção é deixar as ECEs livres para buscarem seus objetivos empresariais de máxima eficiência econômica, eliminando a dicotomia entre rentabilidade e causas sociais, e a consequente necessidade da discussão de *trade-offs*. Nessa abordagem, os gestores das ECEs receberiam uma única missão: tomar as melhores decisões possíveis visando à maior criação possível de valor de longo prazo. Caso essa opção seja escolhida, como ficaria então a questão da promoção de políticas públicas não rentáveis? Segundo tal abordagem, o custo das políticas públicas deveria ser segregado e explicitado no orçamento das ECEs, sendo pago por toda a sociedade e não apenas pelos acionistas da companhia. Em outras palavras, as ECEs agiriam como executoras das políticas de interesse público, porém a um custo transparente arcado pelo Estado e

não pela companhia. Como exemplo, tem-se a questão da universalização dos serviços de energia elétrica, algo socialmente importante, porém muitas vezes não rentável empresarialmente. De acordo com essa alternativa, o Estado definiria inicialmente à ECE sua meta de universalização. A ECE estimaria então os custos de execução de tal política, apresentando-a ao Estado. Na sequência, o projeto poderia entrar na disputa por verbas do orçamento público com outros projetos de interesse da sociedade. Em caso de aprovação do projeto, a ECE seria então responsável por sua execução, recebendo uma remuneração pelos serviços prestados. Raciocínio similar poderia ser aplicado no caso dos subsídios do financiamento agrícola, algo a ser arcado pelo Estado e não pelas instituições financeiras de controle estatal.

Do ponto de vista das boas práticas de governança, pode-se considerar a segunda opção mais correta do que a primeira. Primeiramente, eliminaria o livre-arbítrio dos gestores para promoção de outras iniciativas que não as de interesse empresarial, evitando a utilização das ECEs como instrumentos opacos de condução de políticas de governo. Além disso, eliminaria a confusão entre objetivo empresarial e objetivos políticos, conferindo aos executivos uma missão clara a ser alcançada, pela qual deveriam prestar contas e poderiam ser avaliados objetivamente pelos investidores e sociedade.¹¹

Em suma, a definição transparente da função-objetivo das ECEs (e dos mecanismos para assegurar a manutenção de tais critérios ao longo do tempo) terminaria por protegê-las, impelindo-as a uma maior eficiência operacional e financeira, algo positivo para seus investidores (incluindo o Estado), demais *stakeholders* e a sociedade como um todo.

11.4 UM EXEMPLO POSITIVO DE GOVERNANÇA EM EMPRESAS ESTATAIS: O CASO SABESP¹²

11.4.1 Histórico e marcos de governança

A Sabesp é uma sociedade de economia mista com 50,3% de suas ações detidas pelo estado de São Paulo e 49,7% de suas ações em livre circulação (*free float*).¹³ A companhia passou por um longo processo de aproximação com o mercado de capitais e convergência rumo às melhores práticas de governança iniciado na transição de governo de 1994 para 1995.

Na ocasião, a Sabesp era uma empresa considerada problemática. Estima-se, por exemplo, que cerca de 5 milhões de pessoas da região metropolitana da São Paulo não tinham acesso regular à água diariamente. Além disso, os índices de atendimento de coleta e tratamento de esgoto eram muito baixos, da ordem de 70% e 30%, respectivamente.¹⁴

A fim de sanar os problemas de saneamento, foram estabelecidas metas ambiciosas para a companhia no início de 1995. Seu alcance dependia de pesados investimentos. Entretanto, o governo do estado, então detentor de cerca de 80% das ações da companhia, não dispunha de recursos para alocação na companhia. Outras possíveis fontes de financiamento, como bancos de fomento nacionais (BNDES) e internacionais (BID, Banco Mundial etc.), apresentavam-se como alternativas lentas do ponto de vista burocrático e incertas na concessão de recursos.

A solução para equacionar a necessidade de investimentos decorrentes das metas assumidas com a indisponibilidade de recursos públicos foi a busca por novas fontes de financiamento de longo prazo, principalmente via mercado de capitais. A adoção de melhores práticas de governança foi vista pela Sabesp dentro do contexto de criação de um ambiente mais amigável para atração de recursos privados necessários ao sucesso da empresa, o que incluía: transparência, melhores sistemas de controles, aprimoramento do processo decisório na alta gestão e mais direitos para os acionistas minoritários.

Esse movimento pró-boas práticas apresentou alguns marcos, incluindo a (o):

- Abertura de capital e primeira emissão de debêntures em 1994;
- Início da negociação em pregão na bolsa de valores e primeira emissão de eurobônus em 1997;
- Entrada no índice Ibovespa em 2000;
- Adesão pioneira ao Novo Mercado da Bovespa em abril de 2002;
- Listagem na Bolsa de Nova York (NYSE) por meio do programa de ADR Nível 3 em maio de 2002;¹⁵
- Primeira distribuição pública secundária de ações em maio de 2002;
- Segunda distribuição pública secundária de ações em outubro de 2004;
- Criação do comitê de auditoria em julho de 2005;
- Constituição do primeiro fundo de recebíveis de uma empresa de saneamento do Brasil em 2006;
- Seleção da companhia para compor a carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bovespa em 2007;
- Publicação do primeiro Relatório de Sustentabilidade, relativo ao ano de 2008;
- Obtenção do primeiro contrato internacional em 2009, relativo à prestação de serviços para melhoria de gestão de água e esgoto no Panamá.¹⁶

Ao longo desse período, a Sabesp implementou diversas práticas de governança alinhadas às recomendações dos principais códigos. A Tabela 11.3 apresenta algumas práticas adotadas pela companhia.

DIMENSÃO DE GOVERNANÇA	PRINCIPAIS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA ADOTADAS PELA SABESP ¹⁷
Propriedade – Direito dos sócios	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Emissão exclusiva de ações com direito a voto, assegurando princípio uma ação/um voto; ▪ Concessão de <i>tag along</i> de 100% para todos os acionistas da companhia; ▪ Adesão à Câmara de Arbitragem da BM&FBOVESPA para resolução de eventuais conflitos societários; ▪ <i>Free float</i> de 49,7% das ações, bem acima dos 25% mínimos exigidos para participação no Novo Mercado.
Conselho de administração	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Separação dos cargos de presidente do conselho e diretor presidente; ▪ Conselho de administração com quatro conselheiros independentes, conforme requisitos estabelecidos pelo Novo Mercado;¹⁸ ▪ Realização de sessões executivas regulares pelo conselho de administração; ▪ Instalação de comitê de auditoria composto exclusivamente por conselheiros independentes, em atendimento às determinações da SOX.¹⁹
Transparência das informações e gestão	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Realização de conferências trimestrais com analistas locais e internacionais; ▪ Elaboração de balanços anuais seguindo normas contábeis internacionais; ▪ Divulgação de informações trimestrais revisadas por auditoria independente, incluindo demonstração de fluxo de caixa; ▪ Elaboração de um calendário anual de eventos corporativos, incluindo datas das AGEs, AGO e reuniões com agentes de mercado; ▪ Atendimento às regras relativas aos controles internos da SOX (seção 404).
Auditoria independente	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reporte direto da auditoria externa ao comitê de auditoria do conselho de administração.
Conduta e conflitos de interesse	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aprovação do código de conduta pelo conselho de administração, com posterior disseminação na companhia e junto aos seus fornecedores; ▪ Instalação de um canal de denúncias interno ligado ao comitê de auditoria, prevendo a recepção de denúncias anônimas; ▪ Divulgação detalhada das transações com partes relacionadas; ▪ Criação de políticas corporativas, incluindo “política de divulgação de atos ou fatos relevantes” e “política de negociação de valores mobiliários”.

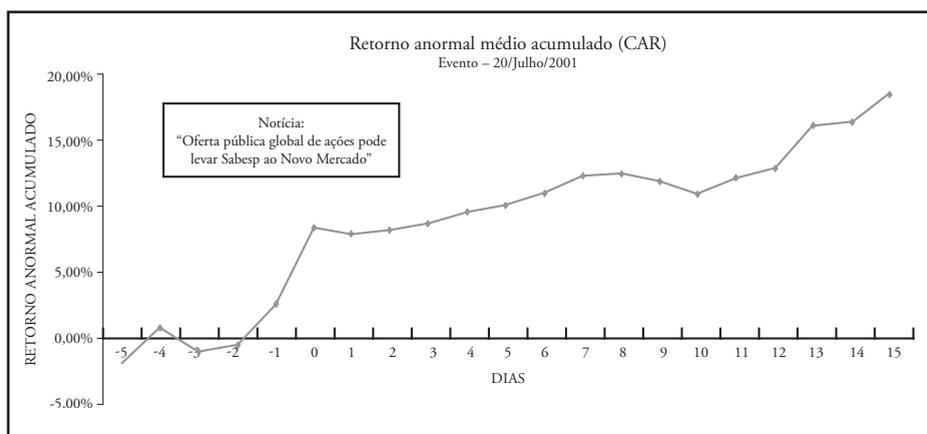
■ Tabela 11.3 – Principais práticas de governança corporativa adotadas pela Sabesp.

11.4.2 Benefícios colhidos

Dez anos depois do início das reformas, os resultados são claros. Além de significativos aprimoramentos operacionais no saneamento básico para a população, a companhia passou a ser saudável do ponto de vista financeiro, com investimentos anuais da ordem de R\$ 700 milhões, margem Ebitda²⁰ de cerca de 45% e distribuição de dividendos da ordem de R\$ 350 milhões em 2005.²¹ Em outras palavras, a Sabesp passou a ser uma forte geradora de caixa ao Estado de São Paulo.

Do ponto de vista dos financiamentos, deve-se destacar que tais resultados foram obtidos sem quaisquer aportes do governo do estado. Tendo de recorrer a mecanismos de financiamento de longo prazo junto a investidores privados, a Sabesp atuou de forma pioneira no mercado de capitais. Dez anos depois, possuía amplo acesso a fontes de recursos no Brasil e exterior, com emissão de títulos de dívida com prazos cada vez mais longos e taxas relativamente menores.

A cotação de suas ações também deu sinais de reação positiva a aprimoramentos nas práticas de governança. Como exemplo, o Gráfico 11.1 mostra o aumento anormal (já descontando a variação do Ibovespa no período) de 20% das ações da Sabesp nos 15 dias ao redor do primeiro anúncio de que a companhia tinha intenção de aderir ao Novo Mercado da Bovespa.²²



■ Gráfico 11.1 – Retorno anormal das ações da Sabesp após a primeira sinalização pública de adesão ao Novo Mercado da Bovespa, em 20/07/2001.

Além dos benefícios quantitativos, a Sabesp também colheu benefícios qualitativos decorrentes do aprimoramento da governança, entre os quais:

- Maior monitoramento pelo mercado, resultando em um processo enriquecedor de troca de informações com analistas e investidores;
- Funcionamento mais ativo do conselho de administração;
- Presença de visões distintas e maior credibilidade no conselho de administração decorrente da entrada de conselheiros independentes;
- Aprimoramento dos incentivos dos executivos, com adoção de componente variável atrelado a metas como parte do sistema de remuneração dos gestores;
- Aprimoramento dos sistemas de controles internos em decorrência do processo de adequação às regras da seção 404 da SOX;
- Melhoria da imagem institucional junto ao mercado e à comunidade em geral;
- Aprimoramento do modelo de governança e formalização em políticas internas;
- Aumento da liquidez das ações e da base de acionistas;²³
- Melhoria do *rating* de crédito;²⁴
- Permanência na carteira do ISE pelo terceiro ano consecutivo.

Finalmente, o processo foi amplamente reconhecido pelo mercado, com o recebimento de diversos prêmios. Em 2005, a Sabesp foi a vencedora do 1º Prêmio IBGC de Governança Corporativa para Empresas, concorrendo na ocasião com outras 343 empresas listadas na Bovespa. Recebeu também o Selo Anefac-Fipecafi-Serasa de Transparência 2005, sendo a única empresa a figurar na seleção final das dez companhias mais transparentes durante dez anos consecutivos desde o início da premiação, em 1997. O reconhecimento do mercado mais importante, talvez, seja o da ausência de variações anormais em seus papéis em períodos próximos a eleições, indicando uma relativa “blindagem” da empresa a mudanças de governo.

11.4.3 Custos e pontos para aprimoramento

Além de benefícios, a mudança das práticas de governança também envolveu custos. Entre os custos provavelmente incorridos pela Sabesp ao longo do processo, destacam-se:

- Incremento nos custos de auditoria interna e externa;
- Incremento nos custos decorrentes do maior foco em controles internos;
- Incremento nos custos para elaboração de relatórios mais detalhados e frequentes;

- Custos para estruturação e manutenção da área de relacionamento com investidores;
- Custos para conversão das demonstrações financeiras a outros princípios contábeis;
- Custos com treinamentos dos agentes envolvidos no aprimoramento da governança;
- Aumento na remuneração dos administradores (executivos e conselheiros), em função da maior atividade dos órgãos e da entrada de conselheiros independentes.

É importante destacar ainda que, apesar das várias iniciativas positivas, a Sabesp continua a ter vários pontos para aprimoramento em governança. Entre eles, três merecem destaque: a necessidade de regras claras para transações com partes relacionadas (incluindo as operações com o governo), a eleição de maior proporção de conselheiros pelos acionistas minoritários²⁵ e a constituição de outros comitês de assessoramento no conselho, como os comitês de remuneração e de governança corporativa ou nomeação.

Outro tema passível de fortes aprimoramentos e que tem merecido destaque na mídia diz respeito ao chamado “acordo GESP”.²⁶ O acordo versa, entre outras coisas, sobre dívidas relativas à complementação de aposentadorias e pensões pagas pela companhia, mas não reembolsadas pelo governo do estado. O assunto é tão relevante que gerou uma ressalva no parecer de auditoria da Sabesp relativa ao ano de 2008, já que o resultado das negociações poderia afetar suas demonstrações financeiras.²⁷ A indefinição das negociações com o governo sobre dívidas e passivos atuariais também levou a Sabesp a atrasar a entrega de seu Relatório Anual 20-F relativo ao ano fiscal de 2008 para a SEC (órgão regulador norte-americano)²⁸ como parte dos requisitos para listagem no mercado americano.²⁹ Em 28 de janeiro de 2010, por fim, a Sabesp foi obrigada a republicar seu balanço relativo ao ano de 2008, reduzindo seu lucro líquido no período em R\$ 944 milhões (de R\$1,008 bilhão para R\$ 64 milhões).³⁰ Com isso, a companhia pode então proceder com o arquivamento de seu Relatório Anual 20-F relativo ao ano de 2008 junto à SEC.³¹

11.4.4 Balanço das iniciativas de governança

Levando em conta os benefícios e custos do movimento pró-boas práticas iniciado pela Sabesp em 1995, pode-se considerar o saldo amplamente positivo. A empresa é respeitada pelos investidores e sociedade em geral, diferentemente de sua situação no início da década de 1990. Entretanto, o caso evidencia dois pontos de

atenção importantes na temática da governança em empresas estatais. Em primeiro lugar, sempre haverá pontos críticos a serem aprimorados na relação com o Estado, tendo em vista a inerente dificuldade de separação das questões políticas das questões empresariais. Além disso, o caso evidencia como o processo rumo à boa governança pode não ser linear, apresentando alguns retrocessos em meio a diversos avanços. Infelizmente, uma blindagem completa contra mudanças políticas parece representar o “*santo graal*” da governança em estatais.

11.5 EXEMPLOS DE DECISÕES DE GOVERNANÇA EM ECEs MAL RECEBIDAS PELO MERCADO³²

Apesar dos esforços de algumas ECEs no sentido de aprimorar suas práticas de governança, alguns episódios recentes relativos a decisões de governança foram mal recebidos pelo mercado. A seguir, são apresentados alguns desses casos. Eles proporcionam questões para reflexão rumo a melhores práticas de governança nas estatais.

11.5.1 Caso Copel: reajuste de tarifas em concessionárias de serviços públicos (2003 a 2009)³³

A Copel (Companhia Paranaense de Energia) é uma sociedade de economia mista com controle acionário pertencente ao estado do Paraná e 44% das ações em posse de investidores privados.³⁴ Em 1997, a companhia tornou-se a primeira do setor elétrico brasileiro listada na Bolsa de Nova York.³⁵

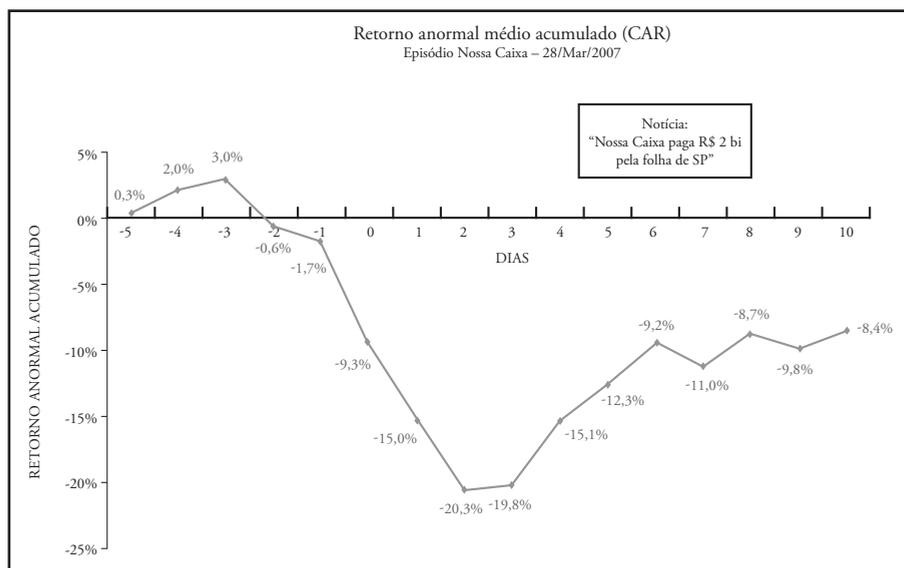
A Copel passou por mudanças substanciais em sua política de reajuste de preços a partir de 2003, com a eleição de um novo governador no estado do Paraná. Desde então, várias vezes tem se recusado a repassar os reajustes anuais autorizados pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) aos seus consumidores. Como exemplo, a Aneel autorizou um reajuste de 25,27% em 2003. O novo governo, entretanto, determinou à Copel a suspensão do reajuste tarifário aos seus clientes adimplentes. Além de impactar negativamente a receita e o resultado financeiro, a decisão contribuiu para o rebaixamento da classificação de risco de crédito atribuído pela agência Moody's na ocasião.³⁶

A Copel repetiu esse comportamento diversas vezes, ocasionando inclusive a destituição de uma conselheira da companhia que manifestou visão contrária à interferência governamental na decisão sobre sua política de preços.³⁷ O episódio mais recente deu-se em 2009, quando a Copel novamente optou por não aplicar um reajuste da ordem de 13% concedido pela Aneel. Dessa vez, três conselheiros independentes votaram contrariamente à determinação do governo estadual para

congelamento dos preços, e os acionistas minoritários manifestaram intenção de protestar publicamente na assembleia de acionistas. Em todos os casos, o preço das ações da Copel e sua credibilidade perante os investidores sofreram com os anúncios de interferência política nas questões empresariais. Trata-se de um caso clássico de como alterações no cenário político podem mudar a função-objetivo de uma estatal.

11.5.2 Caso Nossa Caixa: transações com partes relacionadas (2007)³⁸

Em março de 2007, a Nossa Caixa, então sob controle do governo do estado de São Paulo,³⁹ negociou com a Secretaria da Fazenda do estado a aquisição dos direitos relativos à folha de pagamento de cerca de 1 milhão de servidores públicos de São Paulo. Ao final das negociações, o Banco aceitou pagar à vista cerca de R\$ 2,1 bilhões ao estado a fim de garantir a manutenção dos correntistas até 2012. O valor, correspondente a 80% do patrimônio líquido do banco e a cerca de 2/3 de seu valor de mercado na ocasião, foi considerado elevado pelo mercado,⁴⁰ repercutindo negativamente em suas ações conforme evidenciado no Gráfico 11.2.



■ Gráfico 11.2 – Retorno anormal das ações da Nossa Caixa próximo ao anúncio de aquisição da folha de pagamento dos servidores do estado de São Paulo, em 28/03/2007.

Independentemente da discussão técnica sobre a razoabilidade do montante pago, chama a atenção o fato de que, nos dois lados da mesa de negociação, estavam apenas representantes do governo. Conforme apresentado no Capítulo 8, as boas práticas de governança recomendam fortemente que as partes diretamente interessadas no resultado de uma determinada negociação (no caso o governo) não participem na deliberação da matéria em questão, deixando-a para avaliação dos acionistas e conselheiros sem interesses conflitantes. Infelizmente, entretanto, essa boa prática não foi seguida na Nossa Caixa, apesar de a companhia fazer parte à época do Novo Mercado da Bovespa.

11.5.3 Caso Banco do Nordeste do Brasil – BNB: a importância do comitê de auditoria (2008)⁴¹

O Banco do Nordeste do Brasil (BNB) é um banco de desenvolvimento regional de capital aberto com mais de 90% das ações em posse do governo federal.⁴² Em 2008, a revista *Época* noticiou a ocorrência de problemas de governança na instituição. O caso teria tido início em junho de 2006, quando o então diretor administrativo do banco teria aprovado irregularmente a redução da dívida de uma empresa denominada Frutan de R\$ 65 milhões para R\$ 6,6 milhões. O caso ganhou repercussões maiores pelo fato de o diretor em questão, apesar de ocupar um cargo eminentemente técnico, ter sido indicado em função de questões políticas.⁴³

Além de ignorar um parecer contrário da Advocacia-Geral da União (AGU), o então diretor descumpriu as normas do próprio BNB, que exigia decisões colegiadas. Em maio de 2007, a auditoria interna do Banco identificou o prejuízo e o descumprimento das normas internas da instituição. O caso ganhou força quando o presidente do comitê de auditoria do banco encaminhou denúncia contra a redução da dívida ao Ministério Público, à Polícia Federal e à Controladoria-Geral da União (CGU). No dia seguinte, o conselho de administração do banco se reuniu e demitiu o diretor acusado de irregularidades.

Apesar da repercussão negativa, o caso do BNB ilustra um aspecto muito importante da necessidade de controles internos fortes e avaliados de forma independente em empresas estatais. Sem a presença de uma área bem estruturada de auditoria interna e de um comitê de auditoria verdadeiramente independente, provavelmente o caso não viria a público. Por outro lado, o caso reforça a necessidade da criação de processos transparentes e meritocráticos para a escolha de executivos, deixando de lado o velho hábito de loteamento político de cargos técnicos.

11.5.4 Caso Banco do Brasil – substituição de lideranças sem atuação do conselho de administração (2009)⁴⁴

Em abril de 2009, o mercado foi surpreendido pela troca de comando no Banco do Brasil, sociedade de economia mista listada no Novo Mercado da Bovespa. De acordo com os principais veículos da mídia especializada, a troca ocorreu em função de divergências políticas entre o presidente da instituição e o governo federal, que pretendia uma maior redução das taxas de juros do banco a fim de mitigar os efeitos da crise financeira global do final de 2008. O impacto foi imediato, com queda do preço das ações de 8,1% no dia do anúncio, data em que o índice Ibovespa subiu 0,8%. Independentemente do mérito da substituição, ficou clara na ocasião a relação direta entre representantes do governo e executivos do banco, com ausência de participação do seu conselho de administração na decisão em questão.⁴⁵

Como uma das principais recomendações do código de governança para estatais da OCDE é a atribuição de poder de fato aos conselhos para escolha e substituição do CEO, tem-se um ponto negativo em relação à adoção das boas práticas de governança na instituição. Anteriormente, o Banco do Brasil já havia sido alvo de questionamentos sobre suas práticas de governança em função da eleição de um político para sua diretoria, apesar de voto contrário dos conselheiros representantes dos acionistas minoritários.⁴⁶

11.5.5 Caso Celesc – a importância da atuação dos minoritários (2009)⁴⁷

A Celesc (Centrais Elétricas de Santa Catarina) é uma sociedade de economia mista com 50,1% em posse do governo do estado de Santa Catarina. Apesar de deter o controle acionário, o estado possui apenas cerca de 20% do total de ações da companhia.⁴⁸ Em 2002, a Celesc foi pioneira na adesão ao Nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa.

Em 2009, um grupo de acionistas minoritários relevantes da Celesc, liderados pelo fundo de pensão Previ,⁴⁹ propôs a migração da empresa para o Novo Mercado da Bovespa como forma de elevar seus padrões de governança e agregar valor. A proposta, entretanto, encontrou forte oposição dos funcionários, temerosos de que a conversão das ações preferenciais em ordinárias necessária para a migração ao Novo Mercado levasse à privatização da companhia. Como resultado, a proposta de elevação do nível de governança não chegou nem mesmo a ser votada.⁵⁰

Após forte pressão de seus minoritários, descontentes com a baixa rentabilidade da companhia, a Celesc anunciou no final de 2009 um plano a fim de aprimorar seu desempenho operacional e financeiro. Na ocasião, a empresa gastava 60% a mais do que o estabelecido pela Aneel, o que poderia comprometer a renovação de sua concessão em 2015. De acordo com a mídia especializada, entretanto, o plano seria de difícil execução. Além de aumentar a rigidez na concessão de energia a clientes inadimplentes de grande porte (muitas vezes indústrias com forte peso político), o plano teria de equacionar a necessidade de diminuição da folha de pagamento com as eleições para o governo previstas para 2010. Independentemente do resultado, o caso chama a atenção para a importância da presença de acionistas minoritários relevantes a fim de pressionar por maior eficiência econômica e padrões mais elevados de governança nas ECEs.

11.5.6 Caso Petrobras – vazamento de balanços (2009)⁵¹

O tratamento das informações que vão a público é um tema-chave para qualquer companhia aberta, principalmente para as de maior porte e representatividade no mercado. Na sexta-feira, 6 de março de 2009, diversos agentes de mercado receberam os números do balanço da Petrobras relativos ao quarto trimestre de 2008 antes da divulgação oficial da companhia, em um caso clássico de vazamento de informações confidenciais. O relatório preliminar, com 44 páginas e descrevendo com precisão todos os grandes números do relatório oficial, passou a circular por e-mail por volta das 16h00, antes do encerramento do pregão na Bolsa de Valores.⁵² O documento oficial, por sua vez, só foi divulgado ao mercado após as 19h30.

Nos dias seguintes, a Petrobras constituiu uma comissão interna para apurar o vazamento das informações, afirmando que ao menos cem pessoas poderiam ter tido acesso à versão preliminar de seu balanço. Após dois meses de trabalho, entretanto, a companhia informou que a comissão não foi capaz de identificar os responsáveis pelo vazamento.⁵³ A CVM notificou a Petrobras⁵⁴ e iniciou uma investigação autônoma sobre o episódio.

11.5.7 Caso Petrobras – transações com partes relacionadas e a importância das diretrizes internas de governança (2009)⁵⁵

Em 2009, o governo federal anunciou a necessidade de capitalização da Petrobras a fim de viabilizar o processo de extração de petróleo na camada de pré-sal

pela companhia. O aporte do governo ao capital da companhia seria da ordem de 5 bilhões de barris em reservas, a serem pagos por meio de títulos públicos federais. Diversos agentes de mercado, entretanto, manifestaram preocupação sobre o valor a ser atribuído aos barris de petróleo em questão, já que uma valorização excessiva poderia levar a uma diluição da participação de acionistas minoritários da companhia. A preocupação dos investidores se intensificou quando a proposta inicial do governo não deixou claro se eles teriam algum papel na validação do valor relativo aos bilhões de barris de petróleo a serem aportados na capitalização pelo governo.⁵⁶

Entretanto, inesperadamente um documento interno da companhia mudou os rumos da discussão favoravelmente aos acionistas minoritários. Sete anos antes, em uma tentativa de aproximação aos níveis de governança da Bovespa, o conselho de administração da Petrobras havia aprovado um código de boas práticas interno, denominado “Diretrizes de Governança Corporativa da Petrobras”. O documento, entre outras coisas, assegurava aos acionistas preferencialistas o direito de serem consultados em matérias relevantes, incluindo a “avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital”.⁵⁷ Como resultado de sua norma interna aprovada em 2002, a Petrobras resolveu constituir um comitê de minoritários a fim de acompanhar o processo de avaliação dos ativos envolvidos na capitalização. De acordo com a companhia ao final de 2009, o comitê deverá ser constituído por três membros: um representante dos acionistas preferencialistas, um dos ordinaristas e um representante dos grandes acionistas minoritários da companhia. Além disso, o órgão terá autonomia para buscar assessorias externas independentes para avaliação dos ativos e análise dos demais laudos de avaliação. Independentemente do resultado final, o caso mostra a importância da formalização de regras de governança como forma de aumentar a blindagem política nas empresas sob controle estatal.

QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

- 1) Por que a governança das empresas sob controle estatal (ECEs) continua a ser um tema relevante para os investidores e economia em geral?
- 2) Do seu ponto de vista, quais são os principais perigos e desafios peculiares às ECEs?
- 3) Descreva de forma sucinta as principais recomendações das Diretrizes de governança corporativa para ECEs elaborada pela OCDE. Em sua opinião, qual o estágio geral de adoção das práticas recomendadas pelas principais estatais brasileiras?

- 4) Qual a sua opinião sobre a questão da função-objetivo das ECEs? Como você acredita que a dicotomia entre a maximização do valor da empresa e a promoção de políticas públicas muitas vezes negativas ao resultado financeiro deve ser resolvida nessas companhias?
- 5) Em sua opinião, quais são as principais lições extraídas do caso da Sabesp? Você acredita que a adoção de boas práticas de governança poderia de fato tornar as estatais mais bem administradas?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

OECD (2005). “OECD Guidelines on the Corporate Governance of State-Owned Enterprises”. Disponível em: www.oecd.org/document.

EDESP/FGV. (2006). “Debate Público GVlaw – III Encontro: Importância e gargalos da governança corporativa nas empresas estatais”. Debate público número 7. Evento ocorrido em 30 de maio de 2006.

VAGLIASINDI, Maria. (2008). “Governance Arrangements for State Owned Enterprises”. Policy Research Working Paper 4542. The World Bank Sustainable Development Network – março de 2008. Disponível em: <http://econ.worldbank.org>.

¹ Entre 1991 e 1999, foram privatizadas 39 empresas estatais, entre as quais Vale do Rio Doce, Light, Sistema Telebras, Embraer, CSN, Petroquímica União, Fosfertil, Usiminas etc.

² No Brasil, as empresas estatais federais são coordenadas pelo Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (DEST), órgão de assistência direta e imediata ao Ministro de Estado do Planejamento. O DEST atua sobre as empresas em que a União, direta ou indiretamente, detém a maioria do capital social com direito a voto, ou seja, as empresas públicas, sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas. O órgão possui como Missão “aperfeiçoar a atuação do Estado enquanto acionista das empresas estatais federais, com vistas a potencializar os investimentos da União em benefício da sociedade”. Em janeiro de 2010, o DEST acompanhava 109 empresas estatais nos setores de energia elétrica, petróleo, transporte, finanças e outros.

³ No Brasil, a adesão de cinco empresas sob controle estatal ao Nível 2 e ao Novo Mercado da Bovespa (Sabesp e Celesc em 2002, Nossa Caixa em 2005, Copasa e Banco do Brasil em 2006)

e a adesão da Petrobras e Sabesp aos programas de ADRs Nível 3 da Bolsa de Nova York (em 2002) constitui um bom sinal rumo às melhores práticas de governança. Entretanto, conforme exposto adiante no capítulo, tais adesões não constituem garantias contra eventuais surpresas negativas aos investidores.

⁴ Adicionalmente, enquanto as empresas públicas podem ser sob forma de sociedade (sendo algumas sociedades por ações), as sociedades de economia mista devem obrigatoriamente ser constituídas sob a forma de sociedades por ações.

⁵ Alguns textos apresentam outras formas de classificação das empresas estatais, tais como: atuação em setores competitivos *vs.* não competitivo/monopólios; empresas listadas *vs.* não listadas em bolsa.

⁶ Um exemplo interessante de ausência de continuidade nas práticas administrativas foi citado pelo sr. Francisco Gros, ex-presidente do BNDES, durante o Debate Público GVlaw número 7 “Importância e gargalos da governança corporativa nas empresas estatais”, ocorrido em 30 de maio de 2006. De acordo com o executivo (EDESP/FGV, 2006, p. 47), o BNDES passou por um longo processo de planejamento estratégico e reestruturação organizacional durante o início da década de 2000. Após a mudança de governo federal em 2002, o novo governo optou por substituir todos os 50 quadros mais seniores do banco, incluindo superintendentes, diretores e conselheiros. Perdeu-se assim grande parte do capital intelectual acumulado nos anos anteriores, recomeçando-se tudo praticamente da estaca zero.

⁷ Conteúdo disponível em: http://www.planejamento.gov.br/link_secretaria.asp?cod=278&cat=317&sec=4&sub=.

⁸ A OECD (*Organisation for Economic Co-Operation and Development*) é uma entidade formada por 31 países (em sua grande maioria desenvolvidos) que realiza estudos, análises e iniciativas a fim de promover maior desenvolvimento econômico em todo o mundo. Mais informações em: www.oecd.org.

⁹ O quadro apresenta um resumo das principais recomendações presentes no documento da OCDE. Recomenda-se sua leitura integral para entendimento completo do conjunto de recomendações.

¹⁰ Um exemplo da possível “crise existencial” interna na tomada de decisões foi citado pelo sr. Dalmo Nogueira Filho, então presidente da Sabesp, durante o Debate Público GVlaw número 7 “Importância e gargalos da governança corporativa nas empresas estatais”, ocorrido em 30 de maio de 2006. De acordo com o executivo (EDESP/FGV, 2006, p. 47) “Faz sentido para uma empresa que quer agir como empresa privada fazer investimento que claramente vai dar prejuízo? É uma dúvida, uma questão que a gente enfrenta no dia a dia e discutimos com o conselho de administração”.

¹¹ Essa visão foi corroborada durante o Debate Público GVlaw número 7 “Importância e gargalos da governança corporativa nas empresas estatais” pelo sr. Francisco Gros, ex-presidente do BNDES e da Petrobras. De acordo com o executivo (EDESP/FGV, 2006, p. 47): “Não existe conflito entre políticas públicas e políticas empresariais. Políticas públicas são fundamentais... Mas o custo tem de ser explicitado e, se é público, tem de estar no orçamento disputando outras verbas públicas... Política pública é responsabilidade do Estado. As empresas têm de ser bem administradas, inclusive para executar essas políticas com maior eficiência e menor custo”. O exemplo da universalização da energia elétrica também foi inspirado em um comentário similar realizado pelo sr. Gros.

¹² Esse caso foi construído com base nas seguintes fontes de informações: i) *Website* da companhia (www.sabesp.com.br); ii) apresentação do sr. Dalmo Nogueira Filho, então presidente da Sabesp, durante o Debate Público GVlaw número 7 “Importância e gargalos da governança corporativa nas empresas estatais”, ocorrido em 30 de maio de 2006; iii) respostas da Sabesp ao questionário de avaliação do Prêmio IBGC de Governança Corporativa para Empresas, cuja coordenação técnica esteve a cargo do autor desta obra em suas três primeiras edições; iv) matérias veiculadas no jornal *Valor Econômico*; e v) apresentações da Sabesp para analistas e demais agentes de mercado. O autor agradece à sra. Liège Oliveira Ayub, sócia do IBGC e executiva da Sabesp envolvida com as questões de governança, pela minuciosa revisão do capítulo e sugestões efetuadas, particularmente em relação ao caso da Sabesp. Apesar da gentil revisão, quaisquer erros e incorreções são de responsabilidade do autor.

¹³ Dados de 20 de janeiro de 2010, data de acesso ao *website* da companhia: www.sabesp.com.br.

¹⁴ (EDESP/FGV, 2006, p. 23).

¹⁵ Na ocasião, a Sabesp tornou-se a única empresa estatal de saneamento do mundo a possuir ADRs Nível 3.

¹⁶ Jornal *Valor Econômico*, 22 set. 2009. “Sabesp fecha primeiro contrato internacional”. Autor: Fernando Teixeira.

¹⁷ Informações relativas a janeiro de 2010.

¹⁸ É importante destacar, entretanto, que apenas um dos conselheiros independentes foi eleito por acionistas minoritários, tendo os demais sido eleitos pelo governo do estado. Esse aspecto pode influenciar negativamente a independência dos três conselheiros em questão.

¹⁹ Lei Sarbanes-Oxley (Estados Unidos).

²⁰ Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização, dividido pela receita operacional líquida da companhia.

²¹ A título de comparação, a Sabesp apresentou receitas de R\$1,9 bilhão e lucro líquido de R\$ 26 milhões em 1995. Dez anos depois, em 2005, as receitas e o lucro líquido subiram para R\$ 4,9 bilhões e R\$ 866 milhões, respectivamente.

²² A companhia acabou por aderir ao Novo Mercado da Bovespa apenas meses depois, em 2002. A reação anormal do preço das ações à primeira sinalização pública reforça a ideia de eficiência de mercado.

²³ A Sabesp participa atualmente de todos os principais índices da bolsa aplicáveis a ela (IBOV, IBX-50, IBX-100, Itag, IGC etc.). A empresa possui também um volume substancial de ADRs, representando cerca de 26% do total de ações da companhia.

²⁴ Em março de 2010, a Sabesp possuía os seguintes *ratings* de crédito atribuídos pela agência S&P: Nacional: AA- ; Internacional: BB.

²⁵ “Neste caso, vale destacar que o processo de eleição de um número maior de representantes de acionistas minoritários depende também da predisposição dos mesmos em participarem das assembleias e procurarem exercer plenamente seu papel de acionistas.”

²⁶ GESP – Governo do Estado de São Paulo. Fonte: jornal *Valor Econômico*, 20 nov. 2008. “Acor-do com Estado prejudica lucro da Sabesp”. Autores: Graziella Valenti e Murillo Camarotto.

²⁷ Em 22 de janeiro de 2010, a Sabesp optou por republicar suas demonstrações financeiras relativas ao exercício de 2008. A companhia reconheceu no resultado daquele exercício uma provisão para despesas de R\$ 409 milhões correspondente à incerteza quanto ao recebimento de crédito relativo aos benefícios de complementação de aposentadoria de responsabilidade do Estado de São Paulo, mas pagos pela Sabesp.

²⁸ De acordo com o Formulário 6-K arquivado pela Sabesp em 21 jul.2009: “*The Registrant and the State of São Paulo have been in discussions to settle the outstanding debt owed by the State to the Registrant in respect of supplemental retirement and pension benefits that the Registrant paid on behalf of the State to the former employees of the State-owned companies which merged to form the Registrant. On November 17, 2008, the Registrant and the State entered into an agreement to settle the outstanding debt relating to the Benefits. Pursuant to the agreement, the State acknowledges a portion of the outstanding debt, in the amount of R\$ 915.3 million. Despite the agreement, a portion of the outstanding debt owed by the State to the Registrant remains unsettled, totaling R\$ 409.1 million, because of divergent interpretations between the Registrant and the Public Attorney’s Office of the State of São Paulo. Based on opinions of external legal and accounting advisors, management believes that the Unsettled Amount is due to the Registrant by the State. The Registrant has not made any provisions for losses relating to the unsettled amount in the statement of the fiscal year ended December 31, 2008. The Registrant believes that, after it is able to finalize the discussions with the State, the Registrant will need additional work and time to restate its financial statements for the fiscal year ended December 31, 2008. In light of the above, the Registrant is unable to timely file its annual report on Form 20-F for 2008. In addition, at this stage, the Registrant is not in a position to determine when it will be able to file its 2008 annual report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2008*”.

²⁹ Com o atraso, a Sabesp passou a constar da relação de *delinquent filers*.

³⁰ O comunicado pode ser obtido no *website* da companhia: www.sabesp.com.br.

³¹ Além da questão das aposentadorias, outro tema também mereceu destaque na mídia especializada recentemente: o anúncio ao final de 2009 de um déficit da ordem de R\$ 500 milhões no fundo de pensão dos funcionários da Sabesp. Fonte: jornal *Valor Econômico*, 23 out. 2009. “Fundo de pensão da Sabesp tem déficit de R\$ 530 milhões”. Autor: Janes Rocha.

³² Os casos apresentados nesta seção foram elaborados exclusivamente com base em informações públicas divulgadas em veículos de ampla circulação e credibilidade da mídia especializada. Com efeito, o autor desta obra visa apenas apresentar casos com repercussão pública negativa relacionados à governança de estatais, sem juízo de valor sobre a qualidade do governo de tais companhias.

³³ Fontes: *Valor Online*, 22 ago. 2003. “Requião reitera ser contra reajuste na Copel e anuncia tarifa social”; *Valor Online*, 27 ago. 2003. “Copel confirma suspensão de reajuste; presidente do Conselho renuncia”; jornal *Valor Econômico*, 17 jun. 2009. “Requião suspende trégua com mercado”. Autores: Marli Lima e Josette Goulart; jornal *Valor Econômico*, 24 jun. 2009. “Copel não vai repassar reajuste de cerca de 13%”; jornal *Valor Econômico*, 20 jul. 2009. “Governo do Paraná enfrenta resistência de conselho da Copel”. Autora: Ana Paula Ragazzi.

³⁴ Dados do *website* da companhia (www.copel.com). Acesso em 22/01/2010.

³⁵ Em 2008, a Copel passou a integrar o Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa.

³⁶ Fonte: *Valor Online*, 14 fev. 2003. “Exposição ao dólar e “efeito Requião” fazem Moody’s rebaixar Copel”.

³⁷ Fonte: revista *Capital Aberto*, ano 3, n. 30, fev./2006, pp. 52-54. “A destreza de um RI de estatal”. Autora: Adriana Souza Silva.

³⁸ Fontes: jornal *Valor Econômico*, 28 mar. 2007. “Nossa Caixa paga R\$ 2 bi pela folha de SP”. Autores: Cesar Felício e Cristiane Agostine; jornal *Valor Econômico*, 2 abr. 2007. “Após cair 22,8% em uma semana, Nossa Caixa fala com os analistas”. Autora: Maria Christina Carvalho; jornal *Valor Econômico*, 20 abr. 2007. “Preço pago pela Nossa Caixa leva em conta acordos feitos”. Autora: Maria Christina Carvalho.

³⁹ O banco foi adquirido em 2009 pelo Banco do Brasil. Como resultado, seu controle passou do governo do estado de São Paulo para a União Federal.

⁴⁰ Adicionalmente, a aquisição da folha diminuiu em 2/3 e em 3/4 o lucro projetado da Nossa Caixa para os anos de 2007 e 2008. Fonte: jornal *Gazeta Mercantil*, 13 abr. 2007. “Nossa Caixa nega interferência do Governo”. Autor: Aluísio Alves.

⁴¹ Fontes: revista *Época*, 12 ago. 2008. “O amigo-problema de Ciro”. Autores: Andrei Meireles, Matheus Leitão e Ricardo Amaral; revista *Época* 20 fev. 2009. “O problema do amigo de Ciro”. Autor: Walter Leitão.

⁴² Fonte: *website* do BNB (www.bnb.gov.br), acesso em 22 jan. 2010.

⁴³ De acordo com a revista *Época*, o diretor acusado de irregularidade havia sido indicado para ocupar o cargo pelo então Ministro Ciro Gomes. Reforçando o caráter político da escolha, o diretor havia atuado anteriormente como subsecretário da Indústria e do Comércio do Ceará no governo de Ciro, além de ter sido o responsável pela arrecadação de recursos para sua campanha eleitoral.

⁴⁴ Fontes: jornal *Valor Econômico*, 9 abr. 2009. “Ações caem 8% com temor de ingerência política”. Autor: Altamiro Silva Júnior; jornal *Valor Econômico*, 9 abr. 2009. “Sob nova direção, BB passa ao controle de Mantega”. Jornalistas Alex Ribeiro e Paulo de Tarso Lyra; *Valor Online*, 8 abr. 2009. “Motivo da saída de Lima Neto do BB segue mal esclarecido”.

⁴⁵ Não foi encontrada menção ao papel do conselho de administração na decisão de substituição do diretor presidente em qualquer das publicações na mídia especializada.

⁴⁶ Fonte: jornal *Valor Econômico*, 27 ago. 2007. “Maguito Vilela assume cargo no BB sem aval de minoritário no conselho”. Autora: Graziella Valenti.

⁴⁷ Fontes: jornal *Valor Econômico*, 9 jul. 2009. “Sucessão política em Santa Catarina provoca troca no comando da Celesc”. Autora: Vanessa Jurgenfeld; jornal *Valor Econômico*, 22 dez. 2009. “Acionistas pressionam por corte de custos na Celesc”. Autora: Josette Goulart.

⁴⁸ Dados obtidos junto ao *website* da companhia (www.celesc.com.br). Acesso em 22 jan. 2010.

⁴⁹ Detentor de 33,1% das ações ordinárias e 14,5% do total da Celesc na ocasião. Entre os outros acionistas minoritários relevantes, destacam-se a Eletrobras e o fundo de investimentos Tarpon.

⁵⁰ Alguns dias depois da proposta de migração, o diretor-presidente da Celesc, ex-vice-governador do estado, anunciou seus desligamento da empresa para se dedicar às atividades políticas.

⁵¹ Fontes: jornal *Valor Econômico*, 10 mar. 2009. “Petrobras cria comissão interna para apurar vazamento de balanço”. Autores: Daniele Camba e Claudia Schüffner; jornal *Valor Econômico*, 11 mar. 2009. “Pelo menos cem são suspeitos de vazar balanço da Petrobras”. Autor: Chico Santos; *Valor Online*, 18 maio 2009. “CVM não atua em questão tributária da Petrobras, mas apura vazamento”.

⁵² A própria companhia apenas tomou ciência do caso quando analistas enviaram o relatório por e-mail à área de relações com investidores.

⁵³ Fonte: *Valor Online*, 7 maio 2009. “Petrobras não consegue descobrir responsáveis por vazamento de balanço”.

⁵⁴ Jornal *Valor Econômico*, 12 mar. 2009. “CVM notifica Petrobras por vazamento de informação”. Autora: Cláudia Schuffner.

⁵⁵ Fontes: jornal *Valor Econômico*, 23 set. 2009. “Petrobras deve ouvir detentor de PN em aumento de capital”. Autores: Ana Paula Ragazzi e Francisco Góes; jornal *Valor Econômico*, 1 out. 2009. “Mercado critica proposta de capitalização”. Autor: Danilo Fariello; jornal *Valor Econômico*, 23 nov. 2009. “Dinheiro do minoritário na capitalização da Petrobras poderá pagar o governo”.

Autora: Graziella Valenti; *Valor Online*, 2 dez. 2009. “Petrobras deve escolher minoritário ainda este mês”.

⁵⁶ Tendo em vista a característica de uma transação com parte relacionada, a avaliação da operação pelos demais acionistas seria extremamente importante dentro das boas práticas de governança.

⁵⁷ Seção 2 do documento, “Consulta aos Preferencialistas”. Disponível em: <http://www.petrobras.com.br/ptinvestidores/>.

CAPÍTULO 12

CASOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA¹

Conceitos apresentados neste capítulo

- Introdução;
- Caso Enron;
- Caso Parmalat;
- Caso Banco Nacional;
- Outros exemplos empresariais;
- Apêndice 12.1 – O caso Agrenco: e o Brasil apresenta ao mundo um novo *gatekeeper* da governança corporativa: a Polícia Federal;
- Apêndice 12.2 – Quais são as lições dos escândalos de governança pós-2008?

12.1 INTRODUÇÃO

Conforme exposto ao longo deste livro, a adoção da boa governança pode acarretar diversos benefícios às companhias, incluindo aspectos qualitativos, como melhores decisões e controles na alta gestão, e quantitativos, como redução do custo de capital decorrente da maior confiança dos investidores.

Por outro lado, más práticas de governança podem acarretar séria destruição de valor aos investidores e demais *stakeholders*. Na verdade, é provavelmente mais fácil identificar o real valor da boa governança a partir de exemplos negativos do que de casos de sucesso. A seguir, são apresentados alguns exemplos de fracassos empresariais associados a problemas de governança que podem servir de aprendizado aos investidores e interessados na temática da governança, rumo a um ambiente empresarial gerador de maior valor de longo prazo para toda a sociedade.

12.2 CASO ENRON²

12.2.1 Introdução

A Enron é um dos casos mais emblemáticos de fracassos empresariais associados a problemas de governança corporativa. A companhia chegou a ser a sétima maior empresa norte-americana por receita em 2001,³ ano em que foi à falência após a divulgação de uma série de fraudes contábeis. O impacto de sua derrocada foi desastroso para seus acionistas e *stakeholders*, entre os quais os cerca de 30 mil funcionários que possuía em janeiro daquele ano.⁴ O caso chamou ainda mais a atenção em virtude da imagem de sucesso que a Enron havia construído nos anos anteriores. Até o ano de 2000, por exemplo, recebeu por seis anos consecutivos o prêmio de empresa mais inovadora da publicação “Empresas mais admiradas”, da Fortune.⁵ Seu CFO⁶ (diretor financeiro), Andrew Fastow, recebeu o prêmio de CFO mais criativo do ano da revista *CFO Magazine* em 1999.⁷ Em setembro de 2001, um mês antes da erupção das fraudes, a Enron fazia parte da lista das 50 empresas norte-americanas de mais rápido crescimento, sendo a maior empresa da relação.⁸ A companhia também tinha muito poder e influência política.⁹ Em 1999, seus lobistas em Washington incluíam pessoas do calibre de Henry Kissinger e James Baker.¹⁰ Nos anos imediatamente anteriores à derrocada, Nelson Mandela e Alan Greenspan foram à sede da companhia em Houston receber o famoso “Prêmio Enron”.¹¹ Seu presidente do conselho e fundador, Kenneth Lay, era chamado carinhosamente de “Kenny Boy” por George Bush.¹² Em resumo, tratava-se de uma

empresa *high profile*, citada como modelo a ser seguido por analistas de investimento, repórteres, consultores e, inclusive, por professores de escolas de negócios – seu caso de “sucesso” era leitura obrigatória nos MBA de Harvard.¹³

12.2.2 Breve cronologia dos acontecimentos

- Julho de 1985: a Enron nasce da fusão de duas companhias de gás natural: a HNG (Houston Natural Gas) e a Internorth (Nebraska).
- 1986: Kenneth Lay, PhD em economia de origem humilde, é apontado CEO¹⁴ (diretor-presidente) e presidente do conselho de administração da Enron. Como uma das primeiras iniciativas, contrata a consultoria McKinsey para ajudá-lo a desenvolver a nova estratégia do negócio. Eles alocam um consultor chamado Jeffrey Skilling, graduado com MBA por Harvard, para liderar os trabalhos. Sua formação era na área de finanças e *banking*. Sua recomendação: transformar a Enron em um “banco de gás natural”, aproveitando a desregulamentação do mercado de compra e venda de gás iniciada na época.¹⁵
- 1989: a Enron começa a fazer *trading* de gás natural, tornando-se a maior negociadora de distribuição de gás dos Estados Unidos e Reino Unido.
- 1990: Lay cria uma nova divisão chamada Enron Finance Corp. Skilling é contratado para dirigi-la. Ele condiciona a aceitação do cargo à adoção pela Enron da chamada “marcação a mercado” (*mark to market*) como método de avaliação contábil. A Enron faz lobby em Washington, e a SEC (Comissão de Valores Mobiliários norte-americana) concede permissão para a companhia adotar tal mensuração contábil, presente na época apenas em instituições financeiras.¹⁶
- Década de 1990: a Enron contrata os “melhores e mais brilhantes” *traders*, com pacotes de remuneração extremamente agressivos e potencialmente astronômicos. Skilling é promovido a COO¹⁷ (diretor de operações) em 1996.¹⁸ Andy Fastow, MBA por Kellogg, é contratado em 1990, tornando-se CFO em 1998. Inspirado em práticas de sua antiga consultoria, Skilling instala o *Performance Review Committee* (PRC), um sistema de avaliação considerado extremamente duro (com demissão de no mínimo 10% do *staff* anualmente), criando forte rivalidade interna.¹⁹
- Novembro de 1999: início da negociação de produtos exóticos pela Enron, tais como derivativos de tempo, e lançamento da Enron Online, um sistema de transação global de energia realizado pela Internet considerado um novo paradigma do setor.

- 23 de agosto de 2000: a Enron atinge ou supera suas metas trimestrais de lucro por ação durante 16 trimestres consecutivos. Suas ações atingem o pico histórico de US\$ 90,56, alcançando um múltiplo preço/lucro²⁰ de 70 e alçando a companhia a uma capitalização de mercado de cerca de US\$ 70 bilhões.
- Dezembro de 2000: Lay abre mão do cargo de CEO, permanecendo como presidente do conselho. Skilling assume como CEO.
- Março de 2001: um artigo da jornalista Bethany McLean na *Fortune* pela primeira vez levanta dúvidas sobre a qualidade dos resultados da Enron.
- 14 de agosto de 2001: Skilling se demite após apenas seis meses como CEO. A companhia atribui sua saída a “questões pessoais”. Lay reassume o cargo.
- 15 de agosto de 2001: Sherron Watkins, funcionária da área de contabilidade da Enron²¹, envia um e-mail para Lay alertando que a companhia poderia “implodir em uma onda de escândalos contábeis”.
- 20 de agosto de 2001: Lay vende ações da Enron no valor de US\$ 4 milhões, continuando as vendas nos meses seguintes.
- 26 de setembro de 2001: em uma conversa on-line com os funcionários, Lay afirma que as ações da empresa estão cotadas a uma verdadeira “barganha”.²²
- 9 de outubro de 2001: o banco de investimentos Merrill Lynch eleva a avaliação das ações da Enron de “neutro” para “compra” no longo prazo.²³
- 12 de outubro de 2001: David Duncan, sócio da Arthur Andersen responsável pela Enron, organiza uma força tarefa de duas semanas para destruição de documentos considerados “desnecessários” da Enron.²⁴ A Andersen destrói os documentos relacionados às auditorias na companhia.
- 16 de outubro de 2001: a Enron reporta seu primeiro trimestre de prejuízo em mais de cinco anos.
- 23 de outubro de 2001: em uma conferência telefônica, Lay reafirma sua confiança no CFO Fastow.
- 24 de outubro de 2001: Fastow é demitido.
- 8 de novembro de 2001: a Enron republica suas demonstrações financeiras dos últimos quatro anos, com uma baixa contábil de US\$ 1,2 bilhão no patrimônio líquido em função de dívidas ocultas em Sociedades de Propósito Específico (SPEs) da companhia. Posteriormente, descobre-se que as dívidas e passivos fora do balanço da companhia totalizavam cerca de US\$ 25 bilhões.²⁵
- 28 de novembro de 2001: quando as ações já são cotadas a menos de US\$ 1, a companhia é rebaixada para o *status* “grau especulativo”²⁶ pelas agências classificadoras de risco.²⁷

- 2 de dezembro de 2001: a Enron perde a confiança do mercado e vai à falência.²⁸ As ações, que chegaram a US\$ 90 no ano anterior, caem para 30 centavos de dólar.

12.2.3 O que aconteceu?

A Enron criou uma série de operações engenhosas a fim de inflacionar seus resultados e, com isso, permitir o exercício de opções de ações milionárias por seus executivos.²⁹ As operações eram viabilizadas por meio de SPEs criadas pelo CFO Andrew Fastow, o qual atuava simultaneamente como gestor dessas sociedades.³⁰ As SPEs, embora de controle quase integral da Enron na maioria dos casos, aproveitavam-se de uma brecha contábil que permitia que não fossem consolidadas no balanço da companhia caso tivessem pelo menos 3% de investidores externos em seu capital.³¹ Entre as estruturas de “engenharia financeira” da Enron, duas merecem destaque: as operações “*Prepay*” e a venda de empreendimentos ruins.

As operações *Prepay* ocorriam da seguinte forma:³² a Enron realizava a venda de gás natural (para entrega futura) a uma de suas SPEs, a qual se comprometia a adquirir o gás em questão. Como a SPE não tinha recursos próprios (haja vista que era de posse quase integral da própria Enron), obtinha empréstimos junto a um banco de investimentos, revendendo o gás natural adquirido ao banco. O banco, por sua vez, revendia o gás natural imediatamente à Enron, com a promessa de receber recursos no trimestre seguinte. Na prática, não havia qualquer fornecimento de gás. A Enron conseguia receber dinheiro antecipadamente, alocando o empréstimo disfarçado como “receita operacional”. Com isso, cumpria suas metas de rentabilidade de um determinado trimestre, às custas de um endividamento cada vez maior. Para o banco de investimento, tratava-se de uma operação muito rentável, já que recebia seu dinheiro de volta posteriormente com um lucro substancial por sua “venda de energia”. Para Fastow, o negócio também era vantajoso, já que ele amalhava taxas pela “gestão” da SPE, adicionalmente à sua remuneração como CFO. Estima-se que a Enron fez cerca de US\$ 8,6 bilhões em operações *Prepay*, principalmente com os bancos Chase Manhattan³³ (via entidade Mahonia) e Citigroup (via entidade Delta). O círculo vicioso das operações de *Prepay* é apresentado na Figura 12.1:

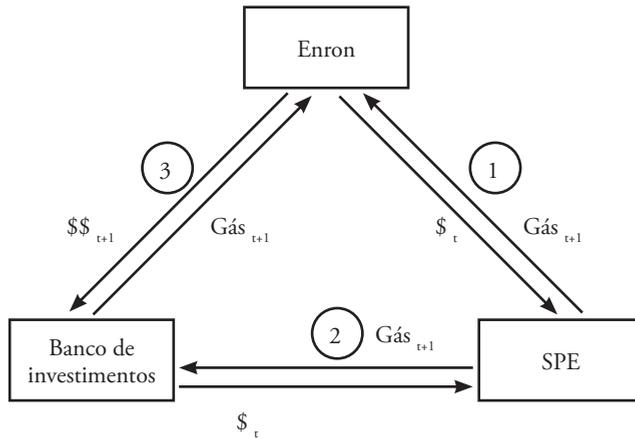
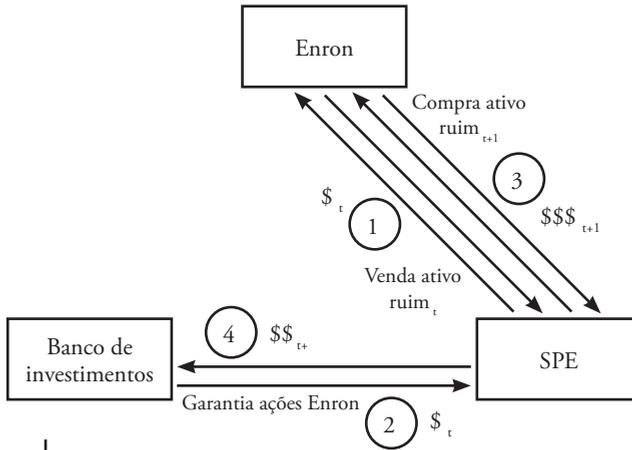


Figura 12.1 – Ilustração das operações *prepay* da Enron.

A venda de empreendimentos ruins a fim de aumentar os resultados trimestrais era uma operação mais simples.³⁴ A Enron possuía diversos ativos com mau desempenho, adquiridos a preços elevados e com baixa geração de valor. Em um determinado trimestre, um desses ativos era vendido a uma de suas SPEs. Para pagar a compra do ativo, a SPE, por sua vez, obtinha um empréstimo de um banco de investimento, dando como garantia ações da Enron. De posse dos recursos, a SPE efetuava o pagamento à Enron, que alocava a venda como lucro. No trimestre seguinte ou decorrido certo período, a Enron recomprava então o ativo ruim por um preço substancialmente superior ao recebido por ele anteriormente. Uma parte do “lucro” pela revenda do ativo ficava na SPE. A outra ia para a remuneração do banco de investimento por seu empréstimo. Um projeto de geração de energia em Cuiabá no Brasil foi comprado e recomprado dessa forma junto à LJM1, cujos sócios eram o Credit Suisse e o NatWest (adquirido pelo RBS).³⁵ Algumas vezes, a Enron vendia o ativo ruim diretamente para uma instituição financeira, com a promessa de recomprá-lo alguns meses depois. Um exemplo foi a venda de ativos na Nigéria à Merrill Lynch com posterior recompra.³⁶ A venda de ativos ruins é ilustrada na Figura 12.2.



■ **Figura 12.2 – Ilustração das vendas de empreendimentos ruins da Enron.**

Em resumo, as SPEs da Enron eram similares a um esquema de pirâmides, na medida em que dependiam da valorização das ações da própria Enron para manter sua viabilidade.

Com base nas operações apresentadas, convencionou-se dizer que a Enron era um castelo de cartas movido por manipulações contábeis. Trata-se, entretanto, de uma análise simplista, resumindo o caso à utilização da chamada contabilidade “criativa”. Deve-se, na verdade, questionar se o problema era realmente contábil ou se as práticas contábeis eram a consequência de diversos problemas no modelo e práticas de governança da empresa.

A resposta é que as manipulações contábeis eram apenas consequência de uma empresa com inúmeros problemas de governança, com destaque para:

1. A enorme distância entre a retórica dos executivos para os públicos externos e suas práticas internas: enquanto os principais executivos se apresentavam externamente como adeptos da ética e das boas ações sociais, internamente realizaram operações ilegais com enormes custos para todos os *stakeholders*. Exemplos da distância entre retórica e prática na Enron:

*I spend much of time on philanthropy and on charitable works. I love to speak about corporate values... Everyone knows that I personally have a very strict code of personal conduct that I live by. This code is based on Christian values.*³⁷ — Kenneth Lay, presidente do conselho e CEO.

We are doing something special. Magical. Money was not what really matter to me. It is not a job, it's a mission. We are changing the world.

*We are doing God's work!*³⁸ — Jeffrey Skilling, COO (Diretor de Operações).

*We're going to do the right thing and make money without having to do anything but the right thing.*³⁹ — Andrew Fastow, CFO (Diretor Financeiro).

Valores da Enron:⁴⁰ 1) *Communication – we have an obligation to communicate;* 2) *Respect – we treat others as we would like to be treated ourselves. Ruthlessness, callousness and arrogance don't belong here;* 3) *Integrity – we work with customers and prospects openly, honestly, and sincerely;* 4) *Excellence – we are satisfied with nothing less than the very best in everything we do.*

2. A seleção de pessoas inadequadas para os cargos: a Enron se notabilizou por colocar pessoas erradas no lugar errado pelas razões erradas:

- Diretor-presidente: em princípio, o diretor-presidente deveria ser a pessoa a liderar pelo exemplo, exigindo altos padrões éticos de todos da companhia. Kenneth Lay, entretanto, se mostrou um líder que colocava resultados acima das questões éticas, priorizando sua imagem pública em vez das operações diárias da companhia. Como exemplo, alguns executivos da divisão de *trading* de petróleo da Enron foram pegos pela auditoria interna desviando recursos para suas contas pessoais em 1987. Como a divisão havia gerado lucros substanciais no ano anterior, Lay optou, ao final do processo, por evitar qualquer punição aos executivos fraudulentos, desde que “continuassem a fazer dinheiro”.⁴¹
- Diretor de operações: geralmente espera-se do COO um grande interesse pela implementação das estratégias, com dedicação às operações e aos seus detalhes do dia a dia. De acordo com todos os relatos, Jeffrey Skilling, entretanto, era um homem de ideias e conceitos, avesso a detalhamentos operacionais e a questões “pequenas” do cotidiano dos negócios.⁴² Além disso, não possuía experiência prévia no setor nem havia dirigido qualquer companhia antes de assumir as operações da Enron em 1996. Como resultado, muitas iniciativas de negócio criativas da Enron pecaram em sua implementação.
- Diretor financeiro: maturidade, larga experiência e histórico de sucesso em projetos corporativos geralmente são requisitos ao cargo de CFO de uma grande companhia listada. Andrew Fastow, entretanto, é criticado em diversas análises sobre o caso Enron como sendo uma pessoa sem esses atributos.⁴³ Sua seleção para o posto teria ocorrido muito mais devido ao excelente relacionamento pessoal com Skilling, que o tinha como alguém

- de confiança.⁴⁴ O relacionamento entre ambos era tão bom que Fastow chegou a batizar um de seus filhos com o nome Jeffrey em homenagem a seu chefe.
3. Um sistema de incentivos inadequado: a remuneração na Enron era demasiadamente agressiva e atrelada ao fechamento de negócios (ou “*deals*”), em detrimento dos resultados a serem gerados ao longo da implementação do negócio em questão. Como resultado, os executivos se preocupavam muito mais com a venda do que com o gerenciamento dos projetos, conseguindo embolsar bônus milionários no curto prazo por investimentos que muitas vezes viriam a se mostrar deficitários no longo prazo.
 4. A grande rivalidade interna entre os executivos: o ambiente interno entre os executivos da Enron era extremamente agressivo e competitivo, diminuindo as possibilidades de esforços cooperativos necessários ao sucesso de qualquer empresa.⁴⁵ Um dos principais vilões era o sistema de avaliação de desempenho anual, no qual os funcionários tinham de atribuir conceitos de 1 a 5 para seus pares, resultando em demissão das pessoas com as menores notas. Embora no papel fosse algo interessante rumo a uma “seleção natural” na companhia, o resultado é que o processo se tornou viciado ao longo do tempo, com os conceitos sendo muitas vezes atribuídos em função de relações pessoais, financeiras e políticas entre as pessoas.⁴⁶
 5. As péssimas decisões de negócio, com implementação ainda pior: a Enron se notabilizou por diversas decisões estratégicas erradas, aquisições caras e investimentos desastrosos no exterior. Assim, o processo decisório em sua alta gestão possui uma parcela de culpa bem maior em sua derrocada do que as manipulações contábeis, meras consequências de uma empresa que sempre precisava de recursos em função de operações pouco rentáveis. Entre as decisões de negócio erradas da Enron, destacam-se a entrada frustrada no segmento de banda larga de internet, a tentativa de venda individualizada de energia elétrica para o mercado de varejo e a construção de verdadeiros “elefantes brancos” no exterior, como sua famosa planta de Dabhol na Índia.⁴⁷
 6. A existência de uma atmosfera de soberba e arrogância corporativa dos executivos: a exposição crescente na mídia como caso de sucesso e a valorização das ações apenas reforçaram a atmosfera interna de arrogância e de superioridade intelectual dos executivos da Enron em relação aos concorrentes e mercado em geral, levando a companhia a reforçar suas práticas deficientes. Assim, a soberba foi sem dúvida uma das reais causas dos problemas na Enron.

12.2.4 Caso Enron: a falha dos mecanismos internos de governança e dos *gatekeepers*

Além dos problemas internos, a Enron é um caso clássico de falha dos *gatekeepers*⁴⁸ (ou simplesmente guardiões da empresa), que viabilizaram e reforçaram os problemas na alta gestão da companhia ao longo dos anos. No mercado norte-americano, desenvolveu-se uma chamada “teoria do A, B, C, D e E” para explicar as falhas dos *gatekeepers* da Enron:

- A de auditores (*accountants*);
- B dos bancos e corretoras (*banks and brokers*);
- C dos consultores/assessores (*consultants*);
- D para conselheiros (*directors*);
- E para todos os demais (*everyone else*), incluindo investidores.⁴⁹

A de Auditores

A Arthur Andersen era a firma de auditoria da Enron desde a fundação da companhia, em 1985, até sua falência em 2001. A companhia havia sido fundada em 1913 por um professor universitário muito conservador de Chicago, sendo considerada altamente respeitada ao longo de sua história. A partir da década de 1970, entretanto, mudanças em sua gestão e a entrada no setor de consultorias criaram tensões internas que contribuíram para as falhas em sua atividade de auditoria. Além da auditoria externa, a Andersen prestava ainda serviços de consultoria e auditoria interna para a Enron. Ao final de 2000, a Enron era o segundo maior cliente da Andersen no mundo. No ano em questão, a Andersen recebeu US\$ 52 milhões da companhia (ou cerca de US\$ 1 milhão por semana), a maior parte oriunda de serviços de consultoria. O envolvimento com o cliente era enorme. A Andersen ocupava um andar inteiro com cerca de 100 auditores na Enron durante todo o ano.⁵⁰ Além disso, ao longo dos anos, tornou-se prática comum para a Enron contratar pessoas da Andersen.⁵¹ O CAO⁵² (Chefe de Contabilidade) e os *controllers* da Enron, por exemplo, eram antigos executivos da Andersen. Estima-se que a Enron contratou ao menos 86 auditores da Andersen para serem seus executivos. Apesar de diversas objeções de sua área técnica em vários momentos, o sócio de auditoria da Andersen, David Ducan, aceitou as práticas contábeis da Enron sem ressalvas até 2001.⁵³ Segundo críticos, seu sistema de remuneração, atrelado à rentabilidade proporcionada pela conta da Enron, teria sido um fator crucial para a postergação de ressalvas e questionamentos mais inflexíveis. A Andersen foi acusada de destrui-

ção de documentos e processada criminalmente por isso. No mesmo período, esteve envolvida em outros escândalos de governança (como os da Worldcom, Global Crossing e Qwest) que resultaram em perdas da ordem de US\$ 300 bilhões para os investidores. Seu quadro de funcionários reduziu-se de 85 mil para 3 mil funcionários em 2002. Ao final, a companhia de 90 anos de mercado foi à falência devido à perda de seu ativo mais precioso: a reputação.

B de bancos de investimentos e corretoras

A Enron pagava anualmente centenas de milhões de dólares em taxas para os bancos de investimento que a assessoravam em suas operações. Apenas em 1999, a companhia pagou cerca de US\$ 237,7 milhões em taxas.⁵⁴ Como resultado, um bom relacionamento com a alta gestão da Enron era fundamental para a obtenção de negócios altamente rentáveis para os bancos de investimento. Alguns dos bancos de investimento mais próximos à companhia não apenas viabilizaram a criação das SPEs como participaram ativamente, tornando-se sócios de várias.⁵⁵

Coincidentemente ou não, nenhum banco alertou os investidores sobre os problemas na companhia. Seis meses antes do colapso, um analista do banco Goldman Sachs descrevia a Enron como uma “companhia de classe mundial” e “a melhor oportunidade retorno/risco do mercado”.⁵⁶ Em outubro de 2001 (quando as ações já haviam despencado em função dos problemas contábeis), 16 dos 17 analistas que cobriam a Enron continuavam a avaliar a companhia com recomendações de “strong buy” ou “buy”.⁵⁷ Os bancos J. P. Morgan, Citigroup, Merrill Lynch, Chase e CSFB pagaram posteriormente mais de US\$ 7,2 bilhões em acordos com investidores, comprometendo-se ainda a reformas internas nas suas áreas de pesquisa e análise de investimentos. Segundo McLean e Elkind (2004), os bancos de investimento não apenas possibilitaram o funcionamento das SPEs de Fastow, mas atuaram de fato como verdadeiros cúmplices dos negócios escusos da Enron:

One of the most sordid aspects of the Enron scandal is the complicity of so many highly regarded Wall Street firms — a complicity that is stunningly documented in internal presentations and e-mails.... They show banks helping Enron mask debt as cash flow from operations and create phony profits at the end of a quarter. They also show how almost all of them put money into Fastow's partnerships because of — not in spite of — their potential for abuse. Most of all, the documents show that the banks weren't merely enablers; they were truly Enron's partners in crime.

McLean e Elkind, *The smartest guys in the room* (2004).

C de consultorias e assessorias

A Enron era assessorada por consultorias e escritórios de advocacia altamente renomados. Sua principal consultoria sempre foi a McKinsey, considerada “a empresa de maior renome na consultoria estratégica de alto nível”. A McKinsey prestou serviços contínuos para a Enron durante 18 anos, pelos quais recebia cerca de US\$ 10 milhões por ano.⁵⁸ As práticas da Enron eram citadas como modelos de gestão a serem seguidos nas publicações da consultoria.⁵⁹ A McKinsey trabalhava de forma tão próxima à companhia que seu CEO enviou o chefe da área jurídica da empresa para Houston verificar se o colapso da Enron poderia acarretar consequências legais para a firma de consultoria.⁶⁰

Os escritórios de advocacia também recebiam somas vultosas (e muitas vezes acima do mercado) por seus serviços. Alguns deles, como o renomado escritório Vinson e Elkins, ajudaram a Enron a elaborar a documentação legal para suas SPEs.⁶¹ Ao final, foram acusados de falhar na divulgação ao público dos problemas relativos às SPEs.

A Enron era ainda avaliada pelas três maiores agências classificadoras de risco de crédito – Moody’s, Standard & Poor’s e Fitch. Apesar de terem acesso à gestão da Enron periodicamente para obtenção de informações e esclarecimentos, nenhuma alertou os investidores sobre o perigo iminente. Como exemplo, algumas semanas antes do pedido de falência da Enron (quando as ações da companhia já estavam sendo negociadas a cerca de US\$ 3), a maioria ainda continuava a atribuir um *rating* “grau de investimento” para a dívida da Enron.⁶²

D de conselho de administração

No início de 2001, o conselho de administração da Enron tinha 17 membros, 15 dos quais externos.⁶³ Kenneth Lay era simultaneamente presidente do conselho e CEO. O órgão era subdividido em cinco comitês, todos coordenados por conselheiros considerados independentes.⁶⁴ O comitê de auditoria, mecanismo fundamental de controle, era coordenado pela mesma pessoa desde 1985, e outros dois membros recebiam recursos da Enron sob a forma de serviços de consultoria ou patrocínio a entidades com as quais estavam ligados.⁶⁵ O comitê reunia-se quatro a cinco vezes por ano, com reuniões de apenas cerca de duas horas de duração para apreciação de uma agenda carregada de assuntos complexos.⁶⁶

Apesar de contar com diversos membros de notoriedade (entre os quais diversos CEOs, presidentes de conselho, professores eméritos e secretários de Estado), o órgão falhou nas suas funções, deixando de fazer os questionamentos cruciais. De acordo com relatório do Comitê de Investigação do Senado norte-americano

de julho de 2002, o conselho de administração da Enron não cumpriu seu dever fiduciário, permitindo à empresa a promoção de práticas contábeis de alto risco, conflitos de interesse inadequados, atividades fora do balanço significativas e remuneração excessiva dos executivos.⁶⁷ Além disso, o conselho tinha sua independência comprometida em função de vários laços financeiros entre a empresa e conselheiros considerados “independentes”.⁶⁸ Uma das principais falhas do conselho da Enron foi permitir uma remuneração dos executivos excessiva e com foco no curto prazo. Como exemplo, o comitê de remuneração do conselho aprovou bônus totais de US\$ 750 milhões para os 65 mais altos executivos da Enron relativo ao ano de 2000 (US\$ 253 milhões apenas para os cinco principais executivos), ano em que a empresa havia reportado um lucro líquido de US\$ 975 milhões.⁶⁹ Além de permitir remunerações exorbitantes aos executivos, os conselheiros, por sua vez, também recebiam remuneração em valor substancialmente superior ao mercado.

Por fim, vale menção a uma decisão do conselho da Enron que muito contribuiu para seus problemas contábeis. De acordo com o Código de Ética da companhia, nenhum funcionário poderia ser remunerado por outras atividades que não as realizadas como executivo.⁷⁰ Como resultado, Fastow não poderia ser o gestor das SPEs, já que estaria prestando serviços para a própria companhia onde atuava. De forma inacreditável, o conselho simplesmente concedeu a Fastow uma isenção especial do Código de ética da Enron em junho de 1999, autorizando-o a atuar como gestor das SPEs.⁷¹ Como resultado, o código passou a não se aplicar a Fastow, que começou a negociar com a área financeira da Enron (comandada por ele próprio) as taxas que cobraria pela “administração” das SPEs.⁷²

12.2.5 As consequências

Após sua falência no final de 2001, os personagens envolvidos com a Enron sofreram consequências bem diferentes:

- Executivos: Andrew Fastow fez um acordo com a justiça norte-americana, proclamando-se culpado da fraude e concordando em incriminar seus superiores. Foi condenado a dez anos de prisão e a pagar US\$ 24 milhões. Richard Causey, CAO (Chefe de Contabilidade) da Enron, também fez um acordo, recebendo uma pena de seis anos de prisão em 2005. Jeffrey Skilling e Kenneth Lay continuaram a alegar inocência e foram a julgamento. Em maio de 2006, foram considerados culpados em praticamente todas as alegações. Skilling recebeu pena de 24 anos de prisão em outubro de 2006 e multa de US\$ 45 milhões. Lay não chegou a receber sua sentença, pois morreu de ataque cardíaco em sua residência de campo em julho de 2006.

- Conselheiros independentes: os antigos conselheiros independentes da Enron tiveram destino bem diferente dos executivos. Apesar de sete terem sido processados por *insider trading* e de dez conselheiros terem concordado em pagar US\$ 13 milhões do seu bolso⁷³ para encerrar processos de acionistas, nenhum foi processado criminalmente pelas fraudes. Além disso, muitos continuaram a atuar em conselhos de grandes companhias, com alguns passando simplesmente a omitir de seus currículos qualquer menção à sua passagem no conselho da Enron.
- Auditoria: a Arthur Andersen foi acusada de obstrução dos trabalhos da justiça, sendo inicialmente condenada em junho de 2002. Em agosto, a empresa (uma entidade vazia na ocasião pela saída dos funcionários e perda dos clientes), pagou US\$ 60 milhões para encerrar o processo, indo à falência em seguida. Em 2005, a Suprema Corte dos Estados Unidos reverteu a decisão inicial da justiça por entender que a destruição de documentos da Enron foi feita de acordo com a política de retenção de documentos da Andersen.
- Bancos de investimento: diversos bancos de investimento ativos na estruturação das SPEs concordaram em fechar acordos bilionários para encerrar os diversos processos na justiça movidos por investidores e promotores públicos. Os maiores acordos foram feitos pelo Canadian Imperial Bank of Commerce (US\$ 2,4 bilhões), J. P. Morgan Chase (US\$ 2,2 bilhões) e Citigroup (US\$ 2 bilhões).⁷⁴ Além destes, somam-se outros acordos menores, como o do Lehman Brothers (US\$ 220 milhões) e o do Bank of America (US\$ 70 milhões). No total, os investidores da Enron conseguiram reaver cerca de US\$ 7,2 bilhões até o final de 2009. Em janeiro de 2010, alguns processos ainda seguiam na justiça.

■ 12.3 CASO PARMALAT⁷⁵

12.3.1 Introdução

A Parmalat é um caso clássico de problema de governança em empresas familiares. A companhia chegou a valer E 3,2 bilhões no mercado de ações e a contar com 36 mil empregados, divididos por 139 unidades de negócio em 30 países.⁷⁶ Apesar do porte inferior ao da Enron, os problemas na Parmalat provavelmente foram mais sentidos pelos cidadãos comuns de vários países devido aos seus produtos de consumo diário. Em dezembro de 2003, a Parmalat anunciou a inexistência de recursos que constavam como aplicações financeiras em seu balanço.

Logo após, para surpresa de seus *stakeholders*, descobriu-se que a empresa tinha dívidas ocultas da ordem de E 14,3 bilhões, além de ter inflacionado suas receitas e lucros nos anos anteriores. A queda de suas ações foi ainda mais íngreme que no caso Enron, despencando de E 2,50 para praticamente zero nos 15 primeiros dias de dezembro de 2003. O episódio é considerado a maior fraude corporativa da história da Europa, gerando um rombo da ordem de 1% do PIB italiano.⁷⁷

12.3.2 Breve cronologia dos acontecimentos

- 1961: Carlito Tanzi, empreendedor italiano então com 22 anos, funda a Parmalat, em Parma.
- 1965: a Parmalat inova com a introdução do processo UHT de pasteurização, acarretando um forte crescimento da empresa.
- Década de 1970: primeira onda de expansão internacional da Parmalat, com aquisições no Brasil e Alemanha em 1977 e na França em 1979.⁷⁸
- 1990: a Parmalat abre o capital e lista ações na bolsa de Milão. A companhia chega a ter cerca de 100 mil acionistas.
- Década de 1990: segunda onda de expansão internacional, dessa vez bem mais agressiva. Ao longo da década, estima-se que a Parmalat tenha emitido mais de US\$ 8 bilhões em *bonds* (títulos de dívida) em mais de 30 emissões diferentes, geralmente por meio de veículos *offshore* em paraísos fiscais.⁷⁹ Como exemplo de sua agressividade, adquiriu 17 empresas de diversos países no ano de 1993,⁸⁰ e sua receita cresceu de E 845 milhões em 1992 para E 7,8 bilhões em 2001.⁸¹ Além das emissões de dívida, empréstimos de bancos não italianos como Citigroup e Bank of America atuaram como suas principais fontes de recursos.
- 5 de dezembro 2002: o banco Merrill Lynch rebaixa a Parmalat de “compre” para “venda” em função de seu elevado endividamento e da baixa transparência do seu fluxo de caixa.
- 6 de dezembro 2002: um relatório do banco italiano UBM⁸² questiona por que o grupo mantinha E 3,3 bilhões em caixa sem intenção de uso.
- Janeiro de 2003: as ações da Parmalat caem 40% em relação ao pico do ano anterior.
- Fevereiro de 2003: apesar de alegar deter mais de E 3 bilhões em caixa, a Parmalat anuncia inesperadamente a intenção de captar entre E 300 e 500 milhões em emissão de *bonds*,⁸³ sem justificativa clara para a utilização dos recursos. O preço de suas ações cai, e a oferta de *bonds* é suspensa.⁸⁴

- 28 de março de 2003: o CFO Fausto Tonna se demite, permanecendo como conselheiro de administração. Alberto Ferraris, conselheiro da Parmalat desde 1998 e antigo executivo da conta da empresa no Citibank, assume.⁸⁵
- 19 de agosto de 2003: relatório da agência classificadora de risco Standard & Poor's atribui uma perspectiva estável para o *rating* da Parmalat, avaliando positivamente a capacidade de pagamento de suas dívidas.⁸⁶
- 15 de novembro de 2003: o CFO Alberto Ferraris se demite após apenas seis meses no cargo.
- 17 de novembro de 2003: um mês antes do colapso, um analista do Citigroup eleva a recomendação dos papéis da Parmalat de “mantenha” para “compre”, atribuindo preço-alvo de E 3,0 e descrevendo “resultados estáveis e com perspectivas de crescimento em 2004 e 2005”.⁸⁷
- 8 de dezembro de 2003: após especulação inicial, a Parmalat não paga E 150 milhões em *bonds* vencidos.⁸⁸ A companhia afirma que a dívida havia sido repassada a um fundo chamado Epicurum por meio de uma operação de *swap*,⁸⁹ deixando de ser seu passivo. Entretanto, logo depois descobre-se que o Epicurum é de posse integral da Bonlat, uma subsidiária da Parmalat sediada nas Ilhas Cayman.
- 9 de dezembro de 2003: a Standard & Poors rebaixa os títulos da Parmalat, atribuindo-lhes grau especulativo (*junk bonds*). As ações da empresa caem 40%.
- 12 de dezembro de 2003: a Parmalat paga a dívida de E 150 milhões.
- 15 de dezembro de 2003: Carlito Tanzi, CEO e presidente do conselho de administração, anuncia sua saída da companhia. Seu irmão Giovanni também deixa o conselho. Enrico Bondi, executivo especializado em reestruturações empresariais, é chamado para o cargo. Como uma das primeiras medidas, Bondi solicita a confirmação das aplicações da Parmalat junto ao Bank of America.
- 16 de dezembro de 2003: o Bank of America informa à nova administração da Parmalat não ter em custódia cerca de E 3,95 bilhões em conta da Bonlat nas Ilhas Cayman. Posteriormente, a conta revelou-se uma farsa montada pelo antigo CFO Fausto Tonna. As ações, que chegaram a valer mais de E 3,0 um ano antes, caem mais 66%, passando a valer menos de 22 centavos.⁹⁰ A Standard & Poors rebaixa a Parmalat para a classificação nível D, equivalente a “*default*” (inadimplência).
- 17 de dezembro de 2003: o Citigroup rebaixa a recomendação dos papéis da Parmalat de “compre” para “mantenha”, reduzindo o preço-alvo das ações para E 1,02.
- 19 de dezembro de 2003: os negócios com as ações da Parmalat são suspensos antes do pregão. A companhia anuncia então a um mundo atônito a ine-

xistência de cerca de E 3,95 bilhões em caixa que constavam de seu balanço consolidado.⁹¹

- 22 de dezembro de 2003: o governo italiano passa em caráter emergencial uma nova lei de falência nos moldes do “*Chapter 11*” norte-americano.⁹² A Parmalat solicita proteção dos credores. Enrico Bondi é mantido pelo governo como interventor da companhia, que passa a atuar sob administração extraordinária. A empresa perde 97% do seu valor em relação ao ano anterior.
- 22-24 de dezembro de 2003: executivos da Parmalat destroem documentos corporativos.
- 27 de dezembro de 2003: Carlisto Tanzi e 18 executivos-chave da companhia são presos por fraude, desvio de recursos, falsidade ideológica e danos aos investidores.
- 31 de dezembro: cinco outros executivos da Parmalat, incluindo o ex-CFO Fausto Tonna, e dois auditores da Grant Thornton (auditora da subsidiária Bonlat), são presos.
- 26 de janeiro de 2004: a firma de auditoria PriceWaterhouseCoopers (PWC), designada pela nova gestão para investigar os passivos da companhia, estima as dívidas líquidas da Parmalat em E 14,3 bilhões, oito vezes mais do que o publicado (E 1,8 bilhão) em seus balanços.⁹³ Descobre ainda que a companhia acumulava prejuízos desde 1992 e que, apenas no ano anterior, havia inflacionado sua receita em E 1,5 bilhão e seu Ebitda⁹⁴ em E 600 milhões⁹⁵ por meio de vendas fictícias.⁹⁶
- 18 de março de 2004: 29 executivos (incluindo três executivos do Bank of America) são processados sob diferentes acusações.
- 24 de maio de 2004: credores dão início a uma ação coletiva em Manhattan visando receber US\$ 10 bilhões dos antigos auditores e dos principais bancos envolvidos com a Parmalat (US\$ 8 bilhões apenas do Bank of America). Hermes e Deminor, dois fundos ativistas na temática da governança corporativa e acionistas da Parmalat, lideram o processo.⁹⁷
- Maio-dezembro 2004: a administração da Parmalat processa os bancos Citigroup e Bank of America e as firmas de auditoria Grant Thornton e Deloitte & Touche procurando recuperar US\$ 14,3 bilhões em prejuízos causados. Segundo o interventor Bondi, os bancos tinham conhecimento da fragilidade financeira da Parmalat, mas continuaram a ajudá-la a captar recursos no mercado devido às altas taxas pagas pela companhia.⁹⁸
- 18 de maio de 2005: começa em Milão o processo contra Carlisto Tanzi e 18 executivos.

- 28 de junho de 2005: Fausto Tonna faz acordo com a Justiça e é condenado a dois anos e meio de prisão. Dez outras pessoas recebem penas similares, incluindo o ex-CFO Alberto Ferraris, um advogado externo da Parmalat, auditores internos e o irmão e o filho de Tanzi.⁹⁹ Nenhum deles, entretanto, é obrigado a cumprir a pena na cadeia devido à ausência de antecedentes e ao curto prazo de condenação. A Justiça se recusa a entrar em acordo com Tanzi, que irá a julgamento.
- 14 de julho de 2005: o processo coletivo movido por investidores em Manhattan é arquivado. O juiz do caso argumenta que o Bank of America não sabia que a Parmalat estava em dificuldades financeiras.
- Maio de 2007: a Parmalat volta a crescer em termos de receita e lucros. A empresa apresenta um lucro trimestral de E 87,4 milhões. Suas ações voltam a ser listadas na Bolsa de Milão e são cotadas a E 3,3 por ação.
- 21 de setembro de 2009: os três processos movidos pelo interventor Bondi contra o Bank of America e a Grant Thornton são arquivados por um juiz de Nova York.¹⁰⁰ A administração da Parmalat anuncia que irá recorrer.
- 18 de dezembro de 2009: Carlito Tanzi, fundador e ex-controlador da Parmalat, é condenado a 10 anos de prisão. Como havia completado 70 anos um mês antes, é autorizado a cumprir a pena em prisão domiciliar. Sete acusados, incluindo ex-conselheiros e executivos da companhia e banqueiros do Bank of America, são absolvidos. Oito outros acusados anunciam ter feito acordos com a justiça antes do julgamento.
- Início de 2010: vários processos continuam em aberto, incluindo um processo criminal na corte de Parma. Mais de 40 mil investidores ainda procuram reparações por suas perdas na Parmalat.

12.3.3 O que aconteceu?

A fraude na Parmalat era bem mais simples do que as operações sofisticadas da Enron. Também era antiga, tendo sido iniciada há mais de uma década. Na verdade, a empresa teria reportado prejuízos todos os anos desde 1992 caso não tivesse falsificado suas demonstrações.¹⁰¹ Novamente, os problemas tinham origem em decisões de negócio erradas e problemas de gestão. Para esconder seus problemas financeiros e assegurar a captação de recursos, a Parmalat tinha de manter a aparência de solidez e crescimento empresarial. Assim, de acordo com a revista *Time* (2004), “enquanto a maioria das empresas se endivida para crescer, a Parmalat tinha de crescer para ocultar suas dívidas”. Ainda de acordo com a publicação, o núcleo da fraude consistia em um sistema de faturamento duplicado das mercadorias, que

permitia à Parmalat dar a impressão que seus recebíveis eram bem maior do que de fato eram.

O resultado de todas as manipulações ao longo dos anos foi a transferência de dívidas (em contrapartida a ativos inexistentes) para sociedades em paraísos fiscais por meio de uma complexa estrutura societária. Ao final, a Parmalat alegava ter recursos em aplicações financeiras da ordem de E 3,95 bilhões que simplesmente não existiam, mas que haviam sido aceitos pelas auditorias e órgãos de controle com base em documentos falsificados. Além disso, alegava ter recomprado mais de US\$ 3,6 bilhões em títulos de dívida que na verdade continuavam em circulação.

Por fim, Tanzi, fundador, controlador e principal executivo, desviava recursos da Parmalat para suas contas pessoais. Como exemplo, estima-se que tenha desviado cerca de E 100 milhões em apenas uma das operações, realizada por meio de descontos da fornecedora Tetrapak diretamente canalizados para si. Além disso, Tanzi confessou ter desviado cerca de E 500 milhões da companhia para sua agência de viagens, a Parmatour.¹⁰² De forma similar a Lay no caso Enron, Tanzi também gostava de se apresentar como um homem trabalhador, religioso e dedicado às causas sociais. A imagem pública novamente se mostrou distante da prática:

Tanzi embodied the values of many hard working entrepreneurs in Northern Italy, whose lifestyles are described as “casa, chiesa e frabbica” or “home, church and factory”. He was reputed to be in bed at 10.30 every night, at the office by 7 in the morning, at work six days a week, and at mass every Sunday. He became a major patron of the Church and was active in social issues. – Fonte: Hamilton e Micklethwait (2006: 155).

*A pious Catholic, Tanzi was a generous benefactor who sponsored the restoration of Parma’s 11th century basilica and funded its professional soccer team. And he seemed modest about his achievements. He didn’t smoke, drank little and drove his own Lexus. – Times Magazine, 21 nov. 2004
Time Magazine. 21/11/2004.*

12.3.4 A falha dos mecanismos internos de governança e dos gatekeepers

Os *gatekeepers* da Parmalat não funcionaram na proteção dos seus investidores e demais *stakeholders*. A seguir, descreve-se o papel dos principais *gatekeepers* no caso.

Audidores

A Grant Thornton foi a firma de auditoria da Parmalat durante a década de 1990. Em 1999, a Parmalat foi obrigada a substituí-la em função da entrada em vigor de uma nova lei italiana que obrigava o rodízio de auditorias a cada oito anos.¹⁰³ Entrou em cena então a firma Deloitte & Touche, que passou a ser a auditora independente da Parmalat.¹⁰⁴ Entretanto, como a lei não versava sobre companhias fora da Itália, a Grant Thornton continuou a auditar as subsidiárias *offshore* da Parmalat situadas em paraísos fiscais, principalmente a subsidiária Bonlat, epicentro das fraudes.

Aparentemente, os auditores da Grant Thornton sempre confiaram em confirmações falsificadas preparadas pela companhia,¹⁰⁵ enquanto a Deloitte, por sua vez, confiava em informações das subsidiárias *offshore* auditadas pela Grant Thornton.¹⁰⁶ Além da relação como auditora, a Grant Thornton também auxiliou a Parmalat na montagem de suas subsidiárias *offshore* no início dos anos 1990. Um ex-sócio da firma de auditoria teria, inclusive, se tornado gestor de algumas empresas da Parmalat nas Antilhas Holandesas.¹⁰⁷

Após a erupção do escândalo, a Grant Thornton desligou seu escritório italiano, alegando que o mesmo não havia cumprido com seus padrões profissionais. Já a Deloitte & Touche se defendeu com o argumento de que 49% dos ativos e 30% das receitas do grupo eram oriundos de subsidiárias não auditadas pela firma, não sendo responsável pela precisão de tais números.¹⁰⁸

Entretanto, vale destacar que alguns auditores da própria Deloitte haviam manifestado preocupação com os números da Parmalat. Segundo a revista *Time* (2004), um sócio do escritório argentino da Deloitte emitiu um relatório interno em 1999 expressando preocupação com as operações latino-americanas da companhia. Ele teria feito tantas perguntas delicadas a Fausto Tonna que teria deixado o então CFO seriamente irritado. Segundo a publicação, Tonna enviou um fax ao sócio da Deloitte em Milão se queixando de que as informações solicitadas eram “ofensivas e ridículas” e ameaçando encerrar as atividades com a Deloitte na Argentina. No final, a auditoria aprovou os números sem ressalvas. Além disso, o sócio de Milão teria enviado um e-mail ao seu colega da Argentina solicitando que “para o futuro, antes de contatar a Parmalat sobre qualquer questão, você deve me contatar para discutirmos possíveis soluções”.¹⁰⁹

Por fim, vale destacar que um auditor brasileiro da Deloitte¹¹⁰ também teria expressado preocupação sobre as transações da Parmalat bem antes do colapso. As objeções do auditor teriam inclusive chegado ao diretor executivo da firma em Nova York. Após pressões internas, tais alertas não foram levados adiante na ocasião, e o auditor acabou sendo designado para outra conta.¹¹¹

Bancos de Investimento

Os bancos, principalmente estrangeiros,¹¹² continuaram a emprestar recursos aparentemente com base no “nome” e nas relações políticas da Parmalat. Muitos atuaram ativamente na estruturação e na emissão de papéis via dezenas de subsidiárias *offshore* e SPEs situadas em paraísos fiscais. Posteriormente, vários foram acusados de ter ocultado a fragilidade financeira da companhia antes das emissões a fim de assegurar taxas milionárias na subscrição dos papéis. De acordo com estimativas do interventor Bondi, a Parmalat pagou cerca de E 6,5 bilhões em juros e comissões para intermediários financeiros ao longo dos anos – cerca de E 2,8 bilhões para bancos de investimento.¹¹³ Apenas o Bank of America teria estruturado emissões da ordem de US\$ 1,7 bilhão desde 1997, recebendo cerca de US\$ 30 milhões em taxas e comissões por isso.¹¹⁴ Já o Citigroup teria tido um envolvimento tão próximo das operações de securitização de recebíveis da Parmalat que teria chegado a instalar um software de sua propriedade na sede da companhia para ajudar nas operações. Estima-se que, apenas entre 1999 e 2003, o Citigroup teria ganhado cerca de US\$ 35 milhões em taxas nas operações de securitização da Parmalat.¹¹⁵

Vale também destacar o caso de Luca Sala, diretor executivo do Bank of America que trabalhou em diversas operações da Parmalat. Cerca de um mês após ter sido demitido pelo banco, foi contratado pela Parmalat. De acordo com a revista *Time* (2004), o executivo confessou posteriormente ter recebido mais de E 20 milhões em comissões da Parmalat para ajudar a companhia a estruturar algumas transações financeiras. O dinheiro teria sido depositado em uma conta na suíça criada por Sala utilizando-se de um pseudônimo. Ainda de acordo com a publicação, a maior parte do dinheiro teria vindo de um refinanciamento realizado no Brasil em 1999, no qual o Bank of America teria levantado cerca de US\$ 300 milhões junto a investidores norte-americanos para aquisição de uma fatia das operações brasileiras da Parmalat. As ações da Parmalat teriam inclusive subido 17% em um único dia, após o anúncio de que investidores norte-americanos estavam investindo na companhia.

Os bancos rejeitaram todas as acusações, alegando-se vítimas do colapso da companhia em função dos empréstimos realizados. O Bank of America teria realizado uma baixa contábil de US\$ 425 milhões, enquanto o Citigroup alegou ter exposições da ordem de US\$ 540 milhões¹¹⁶.

Analistas de investimento

Os analistas de mercado, com raras exceções, não faziam perguntas difíceis e mantinham a visão otimista sobre a empresa. Estima-se que cerca de 3/4 dos analis-

tas que cobriam a companhia atribuíam a recomendação “mantenha” ou “compre” meros três meses antes do colapso.¹¹⁷

Segundo Hamilton e Micklethwait (2006, p. 160), uma pergunta simples, mas raramente feita, era como a Parmalat conseguia sistematicamente margens maiores do que os concorrentes em um negócio de *commodity*. Para complicar, havia ainda a pressão corporativa: o CFO Tonna criticava duramente os analistas que escreviam relatórios mais críticos sobre a Parmalat, sendo reconhecido por sua rispidez nas respostas sobre detalhes financeiros do negócio.¹¹⁸

É importante destacar, entretanto, uma importante exceção entre os analistas: a partir de dezembro de 2002, um ano antes da erupção dos problemas, uma analista do banco Merrill Lynch chamada Joanna Speed rebaixou a companhia, passando a atribuir uma recomendação de “venda” para os papéis da Parmalat em função da dificuldade de compreensão dos seus números. Assim, enquanto a grande maioria dos bancos apresentava recomendações neutras ou otimistas durante o ano de 2003, a analista manteve ininterruptamente sua recomendação de saída do negócio para os investidores.¹¹⁹

Reguladores

Além dos guardiões do mercado, muitos autores questionam a atuação dos reguladores no caso Parmalat. Na visão da maioria, os órgãos italianos Consob (equivalente à CVM local) e o Banco da Itália falharam na supervisão da companhia. A crítica é mais forte ao Consob, que havia recebido uma denúncia de um fundo de investimentos italiano questionando as demonstrações financeiras da Parmalat no início de 2003.¹²⁰ Uma investigação foi iniciada pelo órgão, porém sem conclusão até a erupção do escândalo devido a problemas na rolagem das dívidas.

Conselho de administração

O conselho de administração da Parmalat se mostrou extremamente passivo ao longo dos anos, deixando de cumprir seu papel fiduciário de proteção dos investidores da companhia. Muito provavelmente isso se deveu à falta de independência. Para começar, o órgão era extremamente dependente de Tanzi, que atuava simultaneamente como diretor-presidente, presidente do conselho e controlador do grupo. Assim, praticamente todas as informações que os conselheiros recebiam passavam por suas mãos. Ao final do primeiro semestre de 2003,¹²¹ o conselho era composto por treze pessoas. Quatro eram da família Tanzi: além de Carlito, tinham assento no conselho seu irmão, seu filho e sua sobrinha. Cinco eram executivos de longa data da empresa, incluindo o CFO Tonna e seu sucessor Alberto Ferraris.¹²² Apenas

cinco não tinham parentesco com Tanzi ou não atuavam como seu subordinado na gestão da companhia. Entre estes, inclui-se um ex-executivo da Parmalat que havia trabalhado na companhia por quase 40 anos. Ao final, apenas três dos 13 executivos eram considerados independentes pela empresa. Muitos autores questionam a independência desses conselheiros, argumentando que já atuavam como conselheiros há mais de dez anos¹²³ (desde o início das fraudes, portanto) e que muitos deles eram amigos próximos de Tanzi.¹²⁴ Como o conselho era numeroso, a Parmalat instituiu um Comitê Executivo, subórgão do conselho responsável de fato pela tomada de decisões do negócio. O comitê executivo era composto pelos quatro membros da família Tanzi e por três executivos que atuavam no conselho, incluindo Fausto Tonna. Não tinha, portanto, nenhum dos conselheiros considerados independentes.

O conselho de administração possuía ainda um “comitê de controles internos”, nos moldes do comitê de auditoria existente nos países anglo-saxões. O órgão tinha como funções, entre outras, avaliar a adequação dos sistemas de controles internos, monitorar os trabalhos da auditoria interna e se relacionar com a auditoria independente. Apesar do papel relevante e bem definido, o comitê de controles internos obviamente falhou em sua atuação. Provavelmente isso se deve à sua composição, já que o próprio CFO Tonna era um de seus três membros. Além dele, um outro executivo do grupo e um conselheiro considerado independente. Análises posteriores, entretanto, observaram que o conselheiro “independente” (coordenador do comitê) era contador da família Tanzi, além de ser um velho amigo do líder Carlito.¹²⁵

Conselho de auditores estatutários

A lei italiana previa, em adição ao conselho de administração, a existência de um “comitê de auditores estatutários”¹²⁶ eleito pelos acionistas. O órgão se assemelha ao conselho fiscal brasileiro, devendo manter independência da administração e ser responsável pela fiscalização das demonstrações financeiras da companhia. O conselho de auditores estatutários nunca reportou qualquer problema em seus relatórios, nem levou qualquer questão para o CONSOB (Comissão de Valores Mobiliários local). Mesmo quando, em dezembro de 2002, o acionista minoritário Hermes questionou as transações com partes relacionadas da Parmalat, o conselho de auditores respondeu que “nenhuma irregularidade foi encontrada”.¹²⁷

12.3.5 As consequências

- Executivos: em 28 de junho de 2005, um primeiro grupo de 11 pessoas foi condenado pela corte de Milão a penas de até dois anos e meio de prisão após

terem feito acordos de confissão de culpa com a justiça. Entre eles, estavam os ex-CFOs Fausto Tonna e Alberto Ferraris e o irmão e o filho de Tanzi. Nenhum deles, entretanto, foi obrigado a cumprir a pena na cadeia devido a ausência de antecedentes e ao curto prazo de condenação. Em 18 de dezembro de 2008, o fundador e ex-controlador Carlito Tanzi foi condenado a dez anos de prisão. Como havia completado 70 anos um mês antes, foi autorizado a cumprir a pena em prisão domiciliar. Sete acusados, incluindo ex-conselheiros e executivos da companhia e banqueiros do Bank of America, foram absolvidos na ocasião.

- Advogados: um escritório de advocacia que prestava serviços à Parmalat denominado Zini & Associados foi acusado de ser o arquiteto legal das fraudes via entidades *offshore*, incluindo o fundo Epicurum.¹²⁸ Seu sócio, Gian Paolo Zini, era o representante legal do fundo Epicurum, controlado integralmente pela subsidiária Bonlat. Ele foi acusado e condenado a dois anos de prisão em 2005.
- Auditores e bancos de investimento: os processos movidos pelo interventor Bondi contra o Bank of America e a Grant Thornton foram arquivados em setembro de 2009 por um juiz de Nova York. A administração da Parmalat anunciou na ocasião que iria recorrer.

12.3.6 As consequências

A principal lição do caso Parmalat diz respeito aos sinais de alerta que poderiam ter sido identificados antecipadamente pelos investidores. Em primeiro lugar, era uma companhia “de um homem só”, com controle fortemente centralizado nas mãos do empreendedor/CEO/presidente do conselho. Apesar de ser uma companhia aberta com acesso à poupança pública, o fato é que a Parmalat permanecia em essência sendo uma empresa familiar com “dono” bem definido. Uma das consequências dessa mentalidade era sua falta de transparência com o mercado nos relatórios e reuniões públicas. Um exemplo gritante foi a estruturação de uma área de relações com investidores apenas no ano de 2001, apesar de a companhia ser listada em bolsa desde 1990. Sua complexa estrutura societária, com cerca de 170 subsidiárias¹²⁹ constituídas muitas vezes em paraísos fiscais e com participações cruzadas entre si, reforçava a falta de transparência da companhia.

Outro aspecto problemático da Parmalat é uma questão comum a muitas empresas familiares: a ausência de meritocracia em posições-chave e a diversificação excessiva a fim de acomodar familiares. Ao longo do tempo, Tanzi fez com que a Parmalat investisse pesadamente em áreas não relacionadas com o foco da com-

panhia a fim de acomodar familiares, tais como agências de viagens (Parmatour),¹³⁰ emissoras de TV (TV Odeon)¹³¹ e até mesmo clubes de futebol (AC Parma).¹³² Essas empresas eram dirigidas por seus filhos e se mostraram altamente deficitárias e consumidoras de caixa ao longo dos anos. Em resumo, a Parmalat apresentou uma soma de fatores que contribuiu de forma crucial para seu fracasso, incluindo:

- uma gestão centralizada na figura de um único indivíduo e com baixa meritocracia nos demais cargos executivos;
- um conselho de administração totalmente subordinado ao controlador;
- a tentativa de manter o controle familiar a qualquer custo, evitando emissões de ações¹³³ e criando estruturas societárias piramidais complexas;
- decisões estratégicas erradas, com expansão muito acelerada via aquisições caras e pagas em dinheiro;
- um ambiente interno com controles internos frouxos e sem gerenciamento estruturado dos riscos;
- a falta de transparência nas suas informações e comunicações com o mercado;
- a desconsideração contínua dos interesses dos acionistas minoritários.

No geral, Tanzi sempre tratou uma empresa que acessava a poupança pública como se fosse sua conta bancária, e os interesses de sua família sempre vieram em primeiro lugar.

12.4 CASO BANCO NACIONAL¹³⁴

12.4.1 Introdução

Em 12 de janeiro de 1995, o Relatório de Administração do Banco Nacional S.A. (Nacional) apresentava, entre diversas informações, a conquista do Prêmio Mauá,¹³⁵ conforme o seguinte trecho:

A conquista do Prêmio Mauá, o mais importante do Mercado de Capitais, veio comprovar que o Nacional, ao assumir um relacionamento aberto e transparente com o mercado, estava no caminho certo, ao mesmo tempo que vislumbrava uma prática que a cada dia se torna indispensável na vida das modernas empresas de capital aberto: a permanente divulgação de informações institucionais. O Prêmio Mauá coloca o Nacional em

posição de destaque perante o mercado, e motiva o Banco a dar continuidade e a aprimorar esse trabalho.

Cerca de dez meses depois, entretanto, em 18 de novembro de 1995, os ex-administradores/controladores do Nacional solicitaram ao Banco Central (Bacen) que fosse declarado o Regime de Administração Especial Temporária (RAET) na instituição devido à crise de insolvência pela qual passava.¹³⁶

O Bacen instaurou então uma comissão de inquérito¹³⁷ a fim de apurar as causas da insolvência do banco, bem como as responsabilidades dos administradores. O relatório da comissão instaurada pelo Bacen¹³⁸ atribuiu a falta de liquidez do Nacional à: “[...] insolvência de ativos insubsistentes, especialmente em referência às operações de créditos identificados pelo código ‘917’, cujo montante, em 18.11.1995, equivalia a 420,2% do patrimônio líquido do banco, conforme as informações trimestrais 3/95”. Assim, tanto o Bacen quanto a Comissão “[...] foram levados a crer que o procedimento de apropriar as receitas visava unicamente a melhorar as demonstrações contábeis do Banco Nacional, ‘maquiando’ o balanço de forma que a companhia mantivesse uma boa imagem perante o mercado [...]”.¹³⁹

Da breve exposição do relatório da comissão, depreende-se que o Nacional, por meio da manipulação dos registros contábeis, atraiu investidores transmitindo uma falsa impressão de solidez financeira. No entanto, o patrimônio líquido da Instituição em 1995 era negativo em mais de R\$ 20 bilhões.¹⁴⁰

Pode-se concluir erroneamente que a fraude envolvendo o Nacional tratou-se unicamente de um “escândalo contábil”. Todavia, o problema teve a manipulação contábil como um meio para ocultar problemas cujas causas vão desde a falta de independência do conselho de administração até a ineficácia dos *gatekeepers*, passando por problemas com a cúpula executiva. O caso do Nacional pode ser considerado, portanto, uma história de falsas informações contábeis agravada por falhas em sua estrutura de governança.¹⁴¹

12.4.2 Histórico e cronologia dos acontecimentos

Fundado em 1944 por José de Magalhães Pinto,¹⁴² o Nacional incorporou aproximadamente quinze outras empresas ao longo de sua existência. Em 1989, foi reorganizado, passando a atuar como banco múltiplo. No fim de 1995, possuía três agências no exterior,¹⁴³ além das subsidiárias Interbanco S.A. no Paraguai e Banco Nacional Luxembourg S.A. em Luxemburgo.

O banco tinha porte relevante no mercado nacional. Em 1994, o Nacional possuía cerca de 900 postos de atendimento, 17 mil funcionários e cerca de 200 mil

acionistas que confiaram na aparente solidez do banco.¹⁴⁴ Além disso, entre os oito maiores bancos do País, foi o que teve a maior rentabilidade sobre o patrimônio líquido no ano em questão (17,8%), período em que outros bancos de grande porte tiveram rentabilidades abaixo de 15%. A Tabela 12.1 descreve indicadores de desempenho do Nacional de 1989 a 1994. De acordo com a tabela, observa-se um aumento substancial do lucro líquido e da rentabilidade divulgada nos anos anteriores ao colapso financeiro.

POSIÇÃO NO RANKING DAS 50 MAIORES					
ANO	POR PATRIMÔNIO ⁽¹⁾	POR DEPÓSITOS	POR EMPRÉSTIMOS ⁽²⁾	LUCRO LÍQUIDO (US\$)	RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO (LUCRO LÍQUIDO/PL)
1989	13 ^a	11 ^a	10 ^a	22,4	10,80%
1990	15 ^a	9 ^a	11 ^a	25,8	15,45%
1991	13 ^a	8 ^a	9 ^a	27,8	10,90%
1992	11 ^a	13 ^a	-	48	13,40%
1993	10 ^a	14 ^a	-	74,7	15,20%
1994	8 ^a	12 ^a	-	165,7	17,80%

■ Tabela 12.1 – Desempenho do Nacional de 1989 a 1994.

Quando tomadas em conjunto, as informações apresentadas aos investidores indicavam um banco de grande porte, sólido e próspero. Segundo Cupertino (2006): “[...] o banco transparecia uma imagem de solidez e prosperidade, observável em vários indicadores”.¹⁴⁵ O autor chama ainda atenção para a agressiva política de dividendos do Nacional, considerado por muitos um indicador de prosperidade empresarial.

Em relação à sua estrutura de propriedade,¹⁴⁶ o banco era controlado pela família Magalhães Pinto, com as ações divididas entre seis acionistas principais da família. Dentre os integrantes da família controladora, três irmãos¹⁴⁷ faziam parte do conselho de administração do banco, sendo que um deles atuava simultaneamente como diretor-presidente da instituição.

Entre os anos de 1986 e 1987, o Nacional intensificou sua política de concessão de créditos, realizando diversas operações de empréstimo com empresas de pequeno porte. Com o fracasso do Plano Cruzado, entretanto, muitos pequenos empresários passaram a ter problemas para saldar seus compromissos encerrando suas atividades sem saldá-los.¹⁴⁸ Como resultado, a política de crédito adotada pelo Nacional acabou por gerar um quadro de alta inadimplência. Nesse sentido, Barbosa (2008)

afirma que: “a concessão de crédito a empresas que foram incapazes de honrar seus compromissos produziu perdas superiores ao próprio capital do banco [...] demonstrando que a governança do banco Nacional não era de boa qualidade [...]”. Outros fatores também são apontados como motivos para a ruína do banco, como empréstimo com finalidade política e aquisições de bancos em dificuldades.¹⁴⁹

Diante das dificuldades geradas pela alta inadimplência, a família controladora optou pela contratação de administradores de mercado no início de 1988. A nova equipe reduziu o quadro de pessoal, investiu em publicidade, criou novos produtos e introduziu novos relatórios gerenciais. Esses relatórios, porém, “fragilizaram os controles, contribuindo para o desconhecimento interno de possíveis fraudes, favorecendo a perpetuação de um artifício contábil criado em 1987 [...]”.¹⁵⁰

Muitas empresas para as quais o Nacional emprestara dinheiro faliram. Nesse caso, o procedimento contábil correto seria reconhecer a perda desses valores a receber, transferindo o montante dos créditos não recuperáveis para o resultado do Banco. Tal procedimento teria evidenciado as dificuldades pelas quais a instituição vinha passando. Entretanto, outra solução contábil foi adotada. Barbosa (2008) afirma que “[...] adotou-se a estratégia de criar uma contabilidade fictícia, escondendo-se a verdadeira situação do banco na esperança de reverter-se a situação do banco através de uma administração que produzisse lucros para recompor seu patrimônio”. Os créditos irrecuperáveis foram então mantidos nos registros do banco como se fossem ser recebidos normalmente.

A fraude perpetuou-se por meio da “Contas de Natureza 917”. Em novembro de 1995, havia 652 contas correntes com o atributo “Natureza 917”, cujo montante representava 92,3% do grupo de Empréstimo em Conta.¹⁵¹ O relatório da comissão de inquérito instaurada pelo Bacen elenca algumas características das “Contas de Natureza 917”, entre as quais: i) liquidação dos contratos em aberto; ii) saldos sempre mantidos como se fossem das operações normais da empresa; iii) apropriação de juros desvinculada dos contratos originais; iv) titulares dos empréstimos formados por empresas falidas e concordatárias; e v) titulares sem conhecimento do tratamento que suas dívidas vinham tendo. De acordo com o Laudo Exame Contábil do Instituto de Criminalística do Departamento da Polícia Federal, as manipulações operadas sobre essas contas caracterizam-se como fraude, sendo gerenciadas na Controladoria do banco. A comissão de inquérito instaurada pelo Bacen constatou ainda que, em 1993, os saldos foram equalizados a fim de mantê-las com saldos próximos, dificultando os procedimentos de auditoria do Bacen e da auditoria externa.

Cupertino (2006) realizou os ajustes necessários nos lançamentos contábeis fraudulentos realizados pelo banco, a fim de obter sua real situação patrimonial. De acordo com o autor, o Nacional já apresentava patrimônio líquido negativo desde 1990.

Não obstante a situação financeira da Instituição, em janeiro de 1993, o banco passou a realizar distribuição de dividendos mensais.¹⁵² Assim, os acionistas passaram a receber dividendos pagos sobre lucros que não existiam de fato.¹⁵³

A combinação desses fatores contribuiu para a descapitalização do banco, culminando no pedido de intervenção pelos seus ex-controladores/administradores em 18 de novembro de 1995. Cerca de 200 mil acionistas minoritários foram prejudicados diretamente pela intervenção.¹⁵⁴

12.4.3 Análise da estrutura e práticas de governança

As irregularidades nas demonstrações financeiras do Nacional não devem ser analisadas sob o prisma de um mero escândalo contábil, mas sim como um episódio decorrente de problemas nos mecanismos de governança. Neste sentido, Hamilton e Mickletwaith (2006, p. 173) argumentam que a fraude raramente é a causa básica da ruína de uma companhia, mas sim a consequência de problemas que ocorrem na alta gestão da empresa, incluindo com as estruturas de governança corporativa.

12.4.4 Estrutura de propriedade

O distanciamento da relação uma ação – um voto era a principal característica de governança do Nacional dissonante das melhores práticas recomendadas no aspecto de relacionamento entre sócios. Enquanto o capital votante do banco era altamente concentrado no grupo de controladores, as ações sem direito a voto se encontravam dispersas no mercado. Além disso, autores como Cupertino (2006) levantam a possibilidade da negociação de ações em posse de informações privilegiadas pelos gestores do banco. De acordo com o autor “[...] a participação dos administradores no total de ações preferenciais em circulação caiu de 36,6% em dezembro de 1990 para 0,7% em dezembro de 1995”. Assim, milhares de acionistas foram prejudicados, já que mantiveram suas posições acionárias com base em demonstrações financeiras que não espelhavam a real situação financeira da instituição.

12.4.5 Conselho de administração

Uma constatação interessante ao se pesquisar sobre os problemas ocorridos no Nacional é a escassez de informações públicas sobre a atuação do conselho de administração do banco. Em 1995,¹⁵⁵ o órgão era formado por cinco membros:¹⁵⁶ quatro vinculados ao grupo de controle do banco (dois dos quais pertencentes simultaneamente à diretoria) e um ex-diretor do banco. Não havia, portanto, nenhum conselheiro independente no Nacional. A falta de independência do conselho em relação aos controladores e à gestão provavelmente tornou-o ineficaz na supervisão

das atividades da diretoria e no zelo pelos interesses dos acionistas minoritários. Por outro lado, é importante destacar que a composição do conselho seguia uma das práticas mais recomendadas de governança: a separação entre os cargos de presidente da diretoria e presidente do conselho. Entretanto, esse aspecto isoladamente não assegurou a efetividade do conselho na supervisão da gestão.

Em relação às demais recomendações tipicamente apregoadas aos conselhos (tais como presença de regimento interno do órgão, comitês do conselho, avaliação de desempenho do conselho e da diretoria executiva etc.), a análise documental oferece indícios da inexistência de quaisquer dessas recomendações, reforçando a potencial passividade do conselho no exercício de suas funções.

12.4.6 Gestão e transparência das informações

Alguns membros da diretoria, entre os quais o diretor-presidente e os responsáveis pelas áreas de controladoria e auditoria, foram responsabilizados no Processo Administrativo Sancionador nº 03/97 da CVM.¹⁵⁷ Para defenderem-se das acusações, os ex-diretores acusados lançaram mão de uma série de argumentos que corroboram a ideia de falta de diligência na condução dos negócios do banco, entre os quais: i) a ausência de responsabilidade pela elaboração das demonstrações contábeis; ii) a impossibilidade de acompanhamento dos detalhes da operação do banco; iii) o fato de o Bacen nunca ter apontado irregularidade nas operações da instituição; iv) a atribuição de culpa a outros membros da diretoria; v) a subjetividade na condução dos negócios; v) os sucessivos planos econômicos editados pelo governo brasileiro como responsáveis pela bancarrota do banco; vi) a confiança nos pareceres favoráveis da auditoria externa; e vii) a impossibilidade de gerenciar as outras áreas do banco. Em síntese, os argumentos de defesa dos acusados permitem inferir a existência de falha generalizada na gestão.

Ainda com relação aos aspectos da gestão, as evidências obtidas por meio da análise do Processo Administrativo Sancionador nº 03/97 indicam que o banco não possuía um sistema de controles internos eficaz, tornando-o mais propenso a irregularidades na geração das informações públicas. A própria existência das contas de “Natureza 917” sugere que a fraude manteve-se oculta por meio de manipulações nos sistemas de informação do banco.

12.4.7 Atuação dos gatekeepers

Entre os argumentos de defesa dos ex-dirigentes acusados pelas fraudes no Nacional, estavam os pareceres sem ressalvas da auditoria externa e as diversas fiscaliza-

ções realizadas pelo Bacen, que não haviam encontrado indícios de fraude. Assim, cabe a discussão do papel desses dois *gatekeepers* na fraude do Nacional.

Em 30 de outubro de 1995, o relatório de auditoria emitido pela empresa KPMG, sobre revisão especial das demonstrações atinentes ao terceiro trimestre do referido ano, apontava que “[...] o banco vem apresentando saques nos depósitos a prazo, afetando o seu fluxo de caixa. Para repor suas necessidades de caixa, o banco tem recorrido diariamente ao mercado interbancário, estando, portanto dependente desses recursos [...]”. Contudo, desde que a KPMG começara a auditar as demonstrações do banco, foi a primeira indicação de que o banco passava por problemas de insolvência. Assim, há indícios de falhas no papel exercido pela auditoria independente.

Um argumento comumente utilizado pelos acusados da fraude do Nacional foi a inabilidade de o Bacen ter identificado a fraude, respaldando, em seu entendimento, os procedimentos contábeis da instituição. De acordo com depoimentos à CPI do PROER, a eventual falha na fiscalização do Bacen ocorreu porque o banco estava mais preocupado com o cumprimento das normas relativas aos diversos planos econômicos do período do que com a questão da saúde patrimonial e do risco bancário.¹⁵⁸

12.4.8 Conclusão

O colapso do Banco Nacional marcou o sistema financeiro nacional, tendo contribuído para reformas nas regulações do Banco Central, tais como o rodízio obrigatório das firmas de auditoria a cada cinco anos e obrigatoriedade da constituição de um comitê de auditoria independente nos bancos de grande porte. Do ponto de vista da governança, trata-se de um caso rico para análises. Na comparação com as melhores práticas recomendadas, observa-se que o Banco Nacional se encontrava distante das boas práticas, particularmente nos aspectos de controles internos e independência e efetividade do conselho de administração. No geral, a principal conclusão é que a fraude nas demonstrações financeiras do Nacional e o consequente fracasso da instituição não devem ser analisados apenas sob o prisma de um escândalo contábil isolado, mas sim como reflexo de problemas na estrutura de governança corporativa da instituição.

12.5 OUTROS EXEMPLOS EMPRESARIAIS

A seguir são apresentados outros casos empresariais recentes associados a problemas de governança em todo o mundo.

Shell aceita pagar US\$ 353 milhões em acordo sobre problema de governança corporativa

A empresa petrolífera anglo-holandesa Shell concordou em pagar US\$ 353 milhões a um grupo de 50 investidores institucionais europeus para encerrar um processo movido em 2004 por falsificação de suas reservas de petróleo e gás natural. A empresa foi acusada de ter inflacionado o valor de suas reservas comprovadas de 1997 a 2003, superestimando os fluxos de caixa futuros em mais de US\$ 100 bilhões. Como resultado, teve de diminuir suas reservas em cerca de 33% em 2004, o que acarretou forte queda no valor das ações na época e a saída do presidente do conselho e de dois outros altos executivos. O acordo, entretanto, não se estendeu aos acionistas nos Estados Unidos, que mantêm uma ação coletiva contra a empresa. De acordo com o *Financial Times*, trata-se do “maior escândalo na história de mais de 100 anos da empresa”.

A Shell aceitou realizar o pagamento sem admitir qualquer conduta inadequada. Um de seus advogados de defesa afirmou ao jornal da *American Bar Association* que a Shell aceitou selar o acordo com os investidores europeus por se preocupar com sua imagem em todo o mundo. Em comunicado à imprensa, a companhia afirmou que ofereceria os mesmos termos do acordo aos investidores que compraram ações da empresa nas bolsas norte-americanas.

O acordo, entretanto, foi criticado pelos advogados que representam os investidores da Shell nos Estados Unidos. Encabeçada por dois fundos de pensão do estado da Pennsylvania, a ação coletiva norte-americana vai a julgamento em corte de Nova Jersey e prevê, originalmente, compensação para os acionistas da companhia de todo o mundo, não apenas americanos. Segundo Stanley Bernstein, sócio da Bernstein Liebhard & Lifshitz e principal advogado do processo movido nos Estados Unidos, “o acordo europeu pode ter causado um dano irreparável ao processo americano”. A ratificação do acordo ainda depende do processo movido naquele país, onde estão 20% das ações da companhia.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 5, n. 46, jun. 2007. Coluna Governança Corporativa: “Acordo da Shell divide investidores americanos e europeus”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Escândalo da Livedoor expõe as fragilidades de governança no Japão

Em janeiro de 2006, um escândalo corporativo abalou o mercado de capitais japonês: a prisão de Takafumi Horie, fundador e ex-CEO da Livedoor, empresa de internet e serviços financeiros que havia alcançado um valor de mercado de US\$ 7 bilhões. Transformada num conglomerado de negócios após diversas aquisições nos últimos anos, a empresa é acusada de ter manipulado o mercado em 2004. Os executivos também são acusados de transferir recursos entre companhias do grupo por meio de empresas fictícias e de inflacionar artificialmente o preço das ações com operações de desdobramento de ações, utilizando-as como moeda de troca nas diversas aquisições realizadas. A prisão resultou na queda de 90% do valor das ações da empresa, e a bolsa de Tóquio foi obrigada a encerrar suas atividades mais cedo em função de uma avalanche de ordens de venda.

O caso ilustrou as deficiências do órgão regulador japonês, denominado SESC (*Securities and Exchange Surveillance Commission*). Como exemplo, não existem regras para divulgação de participações acionárias em empresas-alvo de aquisições hostis, o que permitiu a Horie adquirir cerca de 35% de uma subsidiária da Fuji operando no *after-market* (mercado após o horário normal de funcionamento da bolsa).

Entre os diversos problemas de governança na Livedoor, destacam-se a inexistência de conselheiro independente e a realização dos serviços de auditoria pela empresa de contabilidade do grupo. A Koyo, auditora e contadora da Livedoor, auditava apenas sete companhias abertas e mantinha somente 12 contadores no seu quadro de funcionários. Ademais, tinha participação acionária em uma empresa de consultoria chamada General Consulting, que também prestava serviços para a Livedoor. A General Consulting, por sua vez, tinha o CFO da Livedoor, Ryoji Miyauchi, como um dos seus sócios. Por fim, a Livedoor tinha um comitê de auditoria composto por um funcionário da empresa, um contador externo e um advogado – também sócio da General Consulting.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 3, n. 31, mar. 2006. Coluna Governança Corporativa: “Livedoor expõe fragilidades da regulação no Japão”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Controladores de Chaebols coreanos enfrentam investigações criminais em função de problemas de governança corporativa

Poucos países no mundo possuem um poder econômico tão concentrado quanto a Coreia do Sul, cujo parque industrial é controlado por grandes conglomerados empresariais familiares denominados *chaebols*. Após a crise asiática de 1997, alguns *chaebols* entraram em colapso e foram dissolvidos, como o Daewoo. Outros se recuperaram e continuaram a crescer pelo mundo, como Samsung e Hyundai. Em ambos, seus controladores vêm enfrentando investigações criminais pela Justiça sul-coreana, que apura desfalques corporativos e suborno a políticos do país. Em 2005, o patriarca do grupo Samsung, Lee Kun-hee, deixou a Coreia do Sul rumo aos Estados Unidos sob acusação de ter realizado doações ilegais nas campanhas presidenciais e ter transferido o controle da *holding* familiar para seus filhos ilegalmente, sem pagamento de impostos.

No final de abril de 2006, foi a vez do presidente do conselho de administração da Hyundai, Chung Mong-ko, ser preso como responsável por desfalcar a empresa em US\$ 106 milhões para criação de um fundo de suborno, além de causar outros prejuízos da ordem de US\$ 320 milhões. A Hyundai é suspeita de pagar dois lobistas para negociar favores governamentais, com ambos sendo presos posteriormente.

O filho de Chung, que é presidente da Kia Motors (uma afiliada da Hyundai), também está sendo investigado. Em maio de 2006, o terceiro caso envolveu o fundador do grupo Daewoo, Kim Woo-choong, preso sob acusação de enormes fraudes contábeis e desfalques corporativos que levaram ao colapso em 1999 do segundo maior *chaebol* coreano da época, submerso em dívidas de mais de US\$ 75 bilhões. Kim é acusado de transferir ilegalmente cerca de US\$ 20 bilhões do grupo para contas pessoais no exterior, além de inflacionar os ativos da empresa em cerca de US\$ 44 bilhões.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 3, n. 34, jan. 2006. Coluna Governança Corporativa: "Controladores coreanos enfrentam processos criminais", Alexandre Di Miceli da Silveira.

Presidente da Hyundai é condenado a três anos de prisão na Coreia do Sul

O presidente da Hyundai Motors, Chung Mong-koo, foi condenado a três anos de prisão no início de 2007 por desvio de recursos corporativos e crime de prevaricação. Chung é acusado de montar um fundo de suborno multimilionário com recursos corporativos para uso pessoal e pagamento de propina a políticos.

De acordo com a agência de notícias BBC News, Chung desviou US\$ 110 milhões por meio de operações com companhias afiliadas, utilizando parte dos recursos para subornar oficiais do governo e outra para viabilizar o controle da companhia afiliada Kia Motors por seu filho Eui-sun. A corte permitiu o pagamento de uma fiança para que Chung recorra da sentença em liberdade. O juiz Kim Dong-oh, da corte de Seul, afirmou, em sua sentença, que o tribunal decidiu “que o cumprimento integral da lei é necessário para erradicar práticas ilegais e anticompetitivas do passado e ajudar a Coreia do Sul a construir uma economia mais avançada”. Segundo o juiz, as atitudes de Chung foram “claramente criminais”.

Segundo a agência de notícias Reuters, Chung parecia abalado após o veredicto, pronunciado em um tribunal repleto de funcionários da Hyundai. O julgamento foi visto como um teste do real comprometimento das cortes locais para enfrentar a corrupção corporativa, já que, no passado, os juízes haviam tratado casos semelhantes com grande indulgência. As ações da empresa caíram quase 3% com o anúncio da sentença.

Em pronunciamento posterior, o porta-voz da Hyundai afirmou que a empresa irá recorrer e que o “presidente Chung continua com pleno controle operacional e autoridade para tomada de decisões estratégicas que afetem a companhia e sua afiliada”. O caso ampliou o debate sobre os problemas de governança nos *chaebols*. Apesar de terem passado por mudanças após a crise asiática de 1997-1998 (da qual foram acusados de ser um dos principais culpados), alguns *chaebols* continuam tendo como características marcantes a gestão familiar, estruturas societárias complexas e a transferência opaca de recursos entre empresas do grupo.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 4, n. 43, mar. 2007. Coluna Governança Corporativa: “Hyundai expõe falha de gestão nos chaebols sul-coreanos”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

Coreia do Sul perdoa fraudadores para reativar a economia

Em 12 de agosto de 2008, o presidente da Coreia do Sul, Lee Myng-bak, tomou uma decisão controversa: perdoou 74 altos executivos condenados pertencentes aos *chaebols*, grandes conglomerados econômicos que controlam a economia do país. Dentre os perdoados destaca-se o presidente do conselho de administração e controlador da Hyundai Motors. Ele havia sido condenado por crimes de fraude e desvio de recursos. Um aspecto que serviu para aumentar os protestos é o fato de o presidente Lee ter atuado anteriormente como CEO da Hyundai Engineering & Construction, sendo o primeiro ex-CEO de uma grande empresa a se tornar presidente do país. Assim, ele simplesmente optou por perdoar seu ex-chefe Chung-Mong-koo, que havia sido condenado por desviar mais de US\$ 90 milhões da Hyundai por meio de contas fantasmas. De acordo com o porta-voz oficial, o presidente Lee pretende perdoar apenas os executivos que cometeram crimes antes de seu governo, afirmando que “não irá perdoar executivos que cometam crimes ou sejam acusados após o início de seu mandato”.

As associações de negócio do país saudaram a decisão do presidente. De acordo com o *Korea Times*, a Federação das Indústrias da Coreia afirmou que “o perdão presidencial é bem-vindo e que os homens de negócio irão fazer todos os esforços para criarem mais empregos e aumentarem os investimentos para aceleração do crescimento econômico”. A Câmara de Comércio da Coreia chegou inclusive a afirmar que “o perdão especial irá acelerar a transparência da governança corporativa e a ética na alta gestão”.

De acordo com a revista *The Economist*, parece que o perdão a figurões do mundo dos negócios não vai ajudar o presidente Lee a aumentar seu baixo índice de aprovação, já abaixo dos 20%.

Fonte: Revista *Capital Aberto*, ano 6, n. 61, set. 2008. Coluna Governança Corporativa: “Coreia do Sul perdoa fraudadores para reativar a economia”, Alexandre Di Miceli da Silveira.

■ APÊNDICE 12.1: CASO AGRENCO – O BRASIL APRESENTA AO MUNDO UM NOVO GATEKEEPER DA GOVERNANÇA CORPORATIVA: A POLÍCIA FEDERAL¹⁵⁹

O caso da Agrenco ocorrido no início de 2008 evidenciou mais uma vez a falha dos *gatekeepers* na proteção dos investidores, que nesse episódio sofreram uma destruição de valor de cerca de 90% do seu patrimônio investido menos de dez meses após a listagem da empresa em bolsa. Por outro lado, o caso fez com que o Brasil apresentasse ao mundo um novo *gatekeeper* da governança corporativa, inexistente na literatura sobre o tema: a Polícia Federal. Sem a atuação desse agente, a empresa provavelmente teria estendido sua atuação por um período indefinido, gerando prejuízos ainda maiores aos investidores e à sociedade como um todo, por meio de simulação de negócios, desvios de recursos, maquiagem de balanços, *insider trading* (compra e venda de ações após anúncios de planos de expansão), lavagem de dinheiro e sonegação fiscal, entre outras fortíssimas suspeitas da polícia federal no processo em curso.

Independentemente da comprovação das diversas fraudes, um aspecto-chave nesse caso, que serve de lição para o mercado brasileiro, é o acesso à poupança pública de uma empresa frágil financeiramente que se apresentava ao mercado como muito bem preparada para seu IPO. Assim, segue um resumo da atuação dos principais *gatekeepers* da Agrenco:

- i) os auditores não constataram qualquer problema com a companhia, emitindo pareceres sem ressalvas;
- ii) o órgão regulador inicialmente não colocou qualquer restrição na listagem de uma empresa essencialmente brasileira em uma bolsa sediada nas Bahamas, um paraíso fiscal. Posteriormente, teve sua ação limitada quanto a possíveis punições, em função da sujeição da empresa a outra legislação;
- iii) as agências de *rating* de crédito parecem não ter tido qualquer papel, já que não avaliavam os papéis da Agrenco;
- iv) o banco de investimentos atuou simultaneamente como credor, acionista e coordenador da oferta da companhia, acarretando óbvios conflitos de interesse;
- v) o único analista de ações que acompanhava a companhia era funcionário do mesmo banco de investimentos que a assessorava e emprestava recursos, reforçando os conflitos de interesses.

Coincidência ou não, o analista em questão atribuiu um preço-alvo de R\$19,00 para as ações da empresa em relatório de maio de 2008, o dobro do preço de lan-

çamento e cerca de 15 vezes o preço das ações após as denúncias. Como exemplo da confiança dos investidores nessas recomendações, uma matéria no jornal *Valor Econômico* mostrou exemplos coletados em fóruns de discussão de investidores de varejo que haviam comprado ações da Agrenco um pouco antes dos problemas com base na avaliação do banco de investimentos, que indicava a Agrenco como “*outperform*” com projeção de valorização de 165% em um ano.

Entretanto, não foram apenas os guardiões que falharam. Gestores de grandes fundos, alguns dos quais com investimentos de milhões nas ações da companhia, também falharam, ao deixarem de fazer algumas perguntas mais profundas relativas às práticas de governança. Entre outras deficiências da Agrenco que poderiam ter sido questionadas quando da oferta de ações, pode-se destacar:

i) a presença de uma mesma pessoa com múltiplos papéis de empreendedor/principal executivo/presidente do conselho/controlador, tornando a companhia uma espécie de “empresa de um homem só”;

ii) a presença de um conselho de administração pouco independente. Dos cinco conselheiros, três eram simultaneamente executivos da companhia, beneficiando-se das operações comerciais que desviavam seus recursos. Dos dois restantes, um atuava em múltiplos conselhos (diminuindo substancialmente seu tempo disponível) e era sócio da empresa de consultoria contratada com remuneração atrelada ao sucesso do IPO, enquanto o outro, o único independente, não possuía formação e *expertise* em finanças e contabilidade;

iii) a ausência de um comitê de auditoria composto por conselheiros independentes;

iv) a ausência de regras claras *ex ante* para operações com partes relacionadas, bem como de mecanismos de divulgação posteriores ao mercado de tais operações;

v) a ausência de sistemas de controles internos adequados e de um bom sistema de gestão de riscos operacionais, conforme evidenciado pelos problemas de simulação de operações e contabilização.

Indo um pouco além, o livro escrito em 2006 por Stewart Hamilton e Alicia Micklethwait, sobre fracassos empresariais associados a problemas de governança, havia encontrado seis causas principais de tais problemas, que poderiam perfeitamente se encaixar no caso da Agrenco: 1) conselhos de administração ineficazes (citado anteriormente); 2) decisões estratégicas erradas (expectativa de refinanciamento das dívidas a custos baixos posteriormente e aumento inesperado da volatilidade do mercado de soja); 3) expansão excessiva das atividades (construção de três usinas de esmagamento de soja e processamento óleo e biodiesel um pouco antes do IPO); 4) CEOs dominantes (citado anteriormente); 5) ganância, vaidade excessiva e desejo por poder (algo que pode ter sido incrementado em função

dos inúmeros conflitos de interesse das diversas partes envolvidas); e 6) falha dos controles internos (citado anteriormente).

A leitura prévia desse livro pelos investidores/gestores de fundos, portanto, poderia eventualmente tê-los alertados sobre os reais riscos incorridos.

■ APÊNDICE 12.2: QUAIS SÃO AS LIÇÕES DOS ESCÂNDALOS DE GOVERNANÇA PÓS-2008?¹⁶⁰

Société Générale, Agrenco, Lehman Brothers, Bear Sterns, AIG, Sadia, Aracruz, Siemens, Madoff, Stanford Bank e Satyam – todas passaram por sérios problemas de governança nos anos de 2008 e 2009. Trata-se de um curtíssimo espaço de tempo, porém suficiente para enorme destruição do patrimônio de seus investidores. Uma estimativa conservadora das perdas associadas a esses episódios chega à astronômica cifra de cerca de US\$ 341 bilhões, sem levar em conta os impactos sobre seus funcionários e a sociedade.

Obviamente que são casos muito heterogêneos. Uns envolvem fraudes e problemas legais, enquanto outros (como Sadia, Aracruz e os bancos de investimentos norte-americanos) resultam de más decisões na cúpula das empresas, sem aparentes ilegalidades. Uns levaram a prejuízos pontuais, enquanto outros levaram ao colapso de suas organizações. Em comum, todos apresentam lições importantes para investidores, reguladores e mercado em geral. Analisados de forma agregada, levam a importantes sinais de alerta. Antes, segue um pequeno resumo dos casos:

1. Société Générale – em janeiro de 2008, o renomado banco francês reportou prejuízos de cerca de US\$ 7,0 bilhões associados a operações fraudulentas com derivativos. De acordo com o banco, todas as operações foram realizadas isoladamente por um único operador, Jérôme Kerviel, que supostamente havia burlado o sistema de controles da instituição. Kerviel, por sua vez, afirma que seus superiores sabiam de suas atividades e que inclusive “minha hierarquia fechava os olhos quando estava no positivo”.
2. Agrenco – em abril de 2008, apenas oito meses após captar cerca de R\$ 700 milhões em seu IPO, a Polícia Federal prendeu os principais executivos da Agrenco (incluindo seu presidente), sob acusação de diversos crimes. Suas ações despencaram 99% posteriormente, e a companhia encontra-se sob recuperação judicial. O caso ganhou maior notoriedade em função de a empresa ter sucumbido logo após ter feito seu IPO com assessoria de diversos agentes renomados do mercado de capitais.

3. Lehman Brothers e Bear Sterns – dois dos grandes ícones de Wall Street foram à falência (Lehman) ou vendidos a preços simbólicos (Bear Sterns) em abril e setembro de 2008, respectivamente, em função de complexas operações financeiras que resultaram na insolvência das instituições. No auge, chegaram a valer US\$ 50 bilhões juntos. Falhas na supervisão dos riscos pelos conselhos e no sistema de remuneração dos executivos são apontados como os principais culpados pela derrocada.
4. AIG – a então maior seguradora do mundo se envolveu em transações financeiras complexas e arriscadas que resultaram em perdas colossais, tendo de ser socorrida pelo governo norte-americano em mais de US\$ 150 bilhões para escapar da falência. No auge, chegou a uma capitalização de mercado superior a US\$ 200 bilhões. Os problemas de governança não eram novos, já que a companhia havia sido multada em quase US\$ 2 bilhões em 2005 devido a manipulações contábeis e fraudes no balanço. Esses problemas acarretaram inclusive na saída à época de seu poderosíssimo CEO Maurice Greengard, então há 37 anos no cargo.
5. Sadia e Aracruz – em setembro de 2008, Sadia e Aracruz reportaram perdas bilionárias associadas a posições especulativas em operações com derivativos, com prejuízos conjuntos da ordem de US\$ 6 bilhões. Além do gerenciamento de riscos e supervisão deficiente pelos conselhos e demais órgãos de controle, os problemas podem ter sido catalisados devido a sistemas de incentivo inadequados na alta gestão. Como resultado, ambas foram totalmente reconfiguradas, com a fusão da Sadia e venda da Aracruz a valores inferiores aos anteriormente alcançados.
6. Siemens – em dezembro de 2008, a Siemens aceitou pagar multas da ordem de US\$ 1,6 bilhão para autoridades norte-americanas e europeias após acusação de utilização de fundos fantasmas da ordem de US\$ 500 milhões destinados ao pagamento de propinas para obtenção de contratos em países emergentes. Além da enorme perda de reputação, o escândalo levou a onerosas reestruturações internas, incluindo substituição de cerca de metade dos 100 principais executivos da companhia e contratação de escritórios de advocacia para realização de investigações privadas a um custo de cerca de US\$ 280 milhões.
7. Madoff – também em dezembro de 2008, Bernard Madoff assumiu ter criado um esquema de pirâmides de investimentos (esquema Ponzi) durante décadas na sua companhia de gestão de recursos, resultando em perdas da ordem de US\$ 65 bilhões para seus cerca de 4.800 investidores. Madoff, ex-presidente do conselho da Nasdaq e pessoa com grande circulação no *establishment* de Wall Street, alegou ter sido o mentor solitário de todo o

esquema, sendo posteriormente condenado a 150 anos de prisão. Além dos problemas de controles internos e auditoria, a falta de *due diligence* dos investidores (seduzidos por taxas estáveis de retorno durante longo tempo) e dos órgãos reguladores (que haviam sido alertados diversas vezes sobre potenciais problemas no fundo) também contribuiu para o episódio.

8. Satyam – no início de janeiro de 2009, Ramalingam Raju, presidente do conselho e fundador da Satyam (quarta maior empresa de TI da Índia) enviou uma carta aos demais conselheiros e ao órgão regulador do país reconhecendo sua culpa por fraudes da ordem de US\$ 1,6 bilhão. A companhia havia inflacionado 76% das receitas e 97% dos lucros do ano anterior. Curiosamente, apenas alguns meses antes, a Satyam havia recebido o cobiçado prêmio “Golden Peacock Award 2008” na categoria governança corporativa, gestão de riscos e *compliance*, conferido pelo Instituto de Conselheiros da Índia.¹⁶¹
9. Stanford Bank – em fevereiro de 2009, a SEC desbaratou uma fraude bilionária da ordem de US\$ 9,2 bilhões, envolvendo mais uma vez o esquema de pirâmides de investimento. Dessa vez, o problema aconteceu com o Stanford Bank, instituição com sede em Houston e com sociedades *off-shore* na ilha de Antigua. Seu fundador, Sir Allen Stanford, ganhou destaque por ações de caridade e iniciativas esportivas, como o patrocínio de US\$ 100 milhões da seleção de críquete da Inglaterra.

Que fatores em comum ligam esses casos e servem como sinais de alerta? Em adição aos seis fatores comuns aos escândalos do início da década de 2000 identificados por Hamilton e Micklethwait (2007), três outros fatores contribuíram para os recentes escândalos de governança: sistemas de remuneração inadequados, falhas na regulação e falta de questionamento dos investidores. A tabela a seguir apresenta uma visão dos casos recentes, incluindo os principais problemas que contribuíram para cada um deles.

Ao analisar os casos de forma agregada, observa-se que uma atmosfera de arrogância e ganância associada à presença de CEOs excessivamente poderosos, conselhos de administração ineficazes, controles internos deficientes e ausência de questionamento dos investidores constituíram a receita perfeita para os recentes escândalos empresariais associados a falhas de governança. Levando em consideração a semelhança entre alguns casos e outros escândalos recentes (*Société Générale vs. Barings*, *Satyam vs. Parmalat* etc.), deve-se questionar se realmente o mercado aprendeu com os erros e evoluiu na compreensão da governança corporativa.

ORGANIZAÇÃO	ENVOLVE FRAUDE?	PERDAS ESTIMADAS (US\$ BILHÕES)	CONSELHOS ADMINISTRATIVOS INEFICAZES	ESTRATÉGIA ERRADA	CEO EXCESSIVAMENTE PODEROSO	SOBERBA	CONTROLES INTERNOS DEFICIENTES	EXPANSÃO EXCESSIVA PRÉ-CRISE	SISTEMAS DE REMUNERAÇÃO INADEQUADOS	FALHAS NA REGULÇÃO	FALTA DE QUESTIONAMENTO INVESTIDORES
Société Générale	Sim	7,5	XX		XX	XXX	XXX		XXX	XX	
Agreenco	Sim	0,3	XXX		XXX	XXX	XXX	X		X	XXX
Lehman Brothers / Bear Sterns	Não	50,0	XXX	X	XXX	XXX	X		XXX	XX	XXX
AIG	Não	200	XXX	XX	XXX	XXX	XXX		XX	X	X
Sadia/Aracruz	Não	6,0	XXX			XXX	XX		X	X	XXX
Siemens	Sim	1,9	X	XXX	XX		XXX		XXX	XX	
Madoff	Sim	64,8			XXX	XXX	XX		X	XXX	XXX
Stanford Bank	Sim	9,2			XXX	XXX	XX		X	XXX	XXX
Satyam	Sim	1,6	XXX		XXX	X	XX	XX			
Total	341,3										

■ Tabela A12.1 – Recentes escândalos de governança: janeiro de 2008 – julho de 2009.

A Tabela A12.1 apresenta um resumo dos principais problemas que levaram aos escândalos de governança selecionados no período de janeiro de 2008 a julho de 2009. Para Agrenco, Lehman Brothers/Bear Sterns, AIG e Sadia/Aracruz, as perdas estimadas refletem a diminuição estimada da capitalização de mercado das companhias em função dos problemas de governança. Para Societé Générale Satyam, as perdas refletem o montante das fraudes divulgadas. Para Siemens, a perda reflete a multa paga aos órgãos reguladores e os custos estimados com investigações internas. Para Madff e Stanford Bank, as perdas refletem o montante estimado de recursos sob gestão. Para cada organização, os problemas de governança são pontuados em uma escala de 0 a 3, em função da contribuição de cada aspecto para o problema em questão. De forma mais completa, as colunas com problemas de governança sinalizam a presença de: 1) conselhos de administração ineficazes; 2) decisões estratégicas erradas; 3) CEOs excessivamente poderosos; 4) soberba; 5) falha dos controles internos; 6) expansão excessiva das atividades pré-crise; 7) sistemas de remuneração inadequados; 8) falhas na regulação; e 9) falta de questionamento dos investidores. Os seis primeiros fatores foram extraídos do livro *Greed and Corporate Failure*, de Stewart Hamilton e Alicia Micklethwait.

QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

- 1) Quais são, em sua opinião, as principais lições do caso Enron? Você acredita que o mercado de fato aprendeu com os erros cometidos nesse episódio?
- 2) Quais são, em sua opinião, as principais lições do caso Parmalat? Que sinais de alerta poderiam ter sido observado por investidores e *gatekeepers*?
- 3) Que problemas de governança contribuíram para o colapso do Banco Nacional? Que impactos esse caso acarretou para a governança das instituições financeiras brasileiras?
- 4) Levando em consideração as diferentes punições atribuídas aos envolvidos nos casos Enron, Parmalat e Nacional, como você avalia o papel dos órgãos reguladores e da Justiça nesses casos?
- 5) Descreva sucintamente o caso Agrenco. Que sinais de alerta relativos a problemas de governança poderiam ter sido observados por investidores quando de sua oferta pública inicial de ações?

- 6) Com base nos diversos escândalos de governança ocorridos no final da década de 2000 (Société Générale, Lehman Brothers, AIG, Sadia, Aracruz, Siemens, Satyam etc.), você acredita que o mercado aprendeu de fato com os colapsos do início da década, como Enron e Parmalat?
- 7) Com base no conjunto de casos analisados no capítulo, como você avalia a atuação dos *gatekeepers*, incluindo agências de *rating* de crédito, bancos de investimento, firmas de auditoria, consultorias e escritórios de advocacia, entre outros? Que reformas poderiam ser empreendidas a fim de reduzir situações de conflitos de interesses e melhorar a atuação desses agentes?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARBOSA, Fernando de Holanda. “Banco Nacional: jogo de Ponzi, PROER e FCVS”. *Revista de Economia Política*, v. 28 , n. 1, 2008.

COMISSÃO PARLAMENTAR DE INQUÉRITO. (2002). *Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional* (PROER).

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. (1997). *Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 03*.

CUPERTINO, César Medeiros. “*Earnings Mangement*: Estudo de Caso do Banco Nacional”. *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, n. 41, pp. 110-120, 2006.

DEAKIN, Simon, KONZELMANN, Suzanne. “Learning from Enron”. *Corporate Governance: An International Review*, v. 12, n. 2. pp. 134-142, 2004.

DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. (2005). “There is Something about Parmalat (On Directors and Gatekeepers)”. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=896940>.

HAMILTON, Stewart; MICKLETHWAIT, Alicia. *Greed and Corporate Failure: The Lessons from Recent Disasters*. Nova York: MacMillian, 2006.

McLEAN, Bethany; ELKIND, Peter. *The Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron*. Londres: Penguin Books, 2004.

MELIS, Andrea. “Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian Case?” *Corporate Governance: An International Review*, v. 13, n. 4, 2005.

MILLS, D. Quinn. “Buy, Lie and Sell High: How Investors Lost Out on Enron and the Internet Bubble.” New Jersey: Financial Times Prentice Hall, 2002.

RELATÓRIO ANNUAL DA ADMINISTRAÇÃO. Banco Nacional S.A. Anos de 1993, 1994 e 1995.

TIME MAGAZINE. “How It All Went So Sour.” Disponível em: <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,785318-2,00.html#ixzz0f6GIAs7l>; acesso em: 21 de novembro de 2004.

TONGE, Alyson; GREER, Lesley; LAWTON, Alan. (2003). “The Enron story: you can fool some of the people some of the time...”. *Business Ethics a European Review*, v. 12, n. 1, pp. 4-22.

WEARING, Robert. *Cases in Corporate Governance*. Londres: Sage Publications, 2005.

¹ Os casos apresentados neste capítulo foram elaborados exclusivamente com base em informações públicas divulgadas em artigos acadêmicos e veículos de ampla circulação e credibilidade da mídia especializada. Com exceção do caso do Banco Nacional, não foi realizada pesquisa junto a fontes primárias de informações, tais como entrevistas com pessoas envolvidas e análise dos processos legais em curso ou concluídos.

² O caso Enron foi construído principalmente com base nos seguintes trabalhos dedicados ao tema: Tonge, Greer e Lawton (2003), McLean e Elkind (2004), Deakin e Konzelmann (2004), Wearing (2005), e Hamilton e Micklethwait (2006). Recomenda-se a leitura desses textos para uma visão mais aprofundada do episódio.

³ Ranking Fortune 500, início de 2001. Fonte: Wearing (2005, p. 67).

⁴ Wearing (2005, p. 67).

⁵ McLean e Elkind (2004, introdução).

⁶ Abreviatura de *Chief Finance Officer*.

⁷ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 36). O Prêmio recebido por Fastow da CFO Magazine em 1999 era intitulado “*Excellence Award for Capital Structure Management*”. Fonte: Wearing (2005, p. 69).

⁸ Segundo Hamilton e Micklethwait (2006, p. 43), a receita da Enron aumentou de US\$ 40 bilhões em 1999 para US\$ 100 bilhões em 2000.

⁹ Segundo a *The Economist* (2002), três quartos dos congressistas americanos recebiam doações de campanha da Enron. Fonte: *The Economist*, 30 de novembro, p. 12, 2002. “Investor self-protection”.

¹⁰ McLean e Elkind (2004, introdução).

¹¹ Ibidem.

¹² Wearing (2005, p. 67) e McLean e Elkind (2004, p. 87).

¹³ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 34), Deakin e Konzelmann (2004, p. 135) e McLean e Elkind (2004, p. 239). Segundo McLean e Elkind (2004, p. 116), a área de gerenciamento de riscos da Enron, formada por cerca de 150 *experts* em finanças, banking e estatística formados nos melhores MBAs, era considerada uma grande vantagem competitiva da companhia por bancos de investimentos e agências classificadoras de risco de crédito.

¹⁴ Abreviatura de *Chief Executive Officer*.

¹⁵ McLean e Elkind (2004, p. 33). Segundo Wearing (2005, p. 68), Skilling foi o responsável pela estratégia de “ativos leves” da Enron, a qual deveria mudar o foco da posse de ativos físicos para a negociação de contratos de compra e venda de energia.

¹⁶ Fonte: McLean e Elkind (2004, p. 42). A contabilidade de marcação a mercado não traz em si um problema de governança. Entretanto, ela depende de critérios minimamente razoáveis para determinação do valor de justo de um ativo, algo que não acontecia na maioria dos casos na Enron.

¹⁷ Abreviatura de *Chief Operating Officer*.

¹⁸ Autores como Hamilton e Micklethwait (2006, p. 36) argumentam que os problemas envolvendo irregularidades na Enron começaram após a saída do antigo COO Richard Kinder, um executivo mais dedicado aos negócios tradicionais da Enron e às questões operacionais dos projetos da companhia.

¹⁹ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 36).

²⁰ O múltiplo PE (*price-to-earnings*) é dado pelo preço da ação dividido pelo lucro por ação.

²¹ Assim como muitos funcionários da área de contabilidade da Enron, Watkins era egressa da Arthur Andersen.

²² Tonge et al. (2003, p. 20).

²³ Ibidem.

²⁴ Segundo Tongue et al. (2003, p. 15), a Andersen tinha uma política interna de destruição de documentos, mantendo apenas os documentos oficiais de auditoria. Essa política havia sido introduzida após a Andersen ter sido condenada em função de seus papéis em um caso anterior ocorrido na companhia Waste Management.

²⁵ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 49).

²⁶ *Speculative grade* ou *junk bond*.

²⁷ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 49).

²⁸ Tecnicamente, a companhia solicitou o chamado “Capítulo 11” de proteção contra falências. Trata-se de um famoso capítulo do código de falências norte-americano que permite reorganização da companhia sob as leis de falência dos Estados Unidos. Como a companhia não voltou a operar, atribui-se assim esta como sendo a data de fato de sua falência.

²⁹ Além de permitir o exercício das opções de ações dos executivos, as SPEs tinham como objetivo diminuir o endividamento da Enron para viabilizar novas captações de recursos. A empresa

procurava evitar aumentos de capital com emissão de novas ações, já que isso diminuiria o lucro por ação da empresa, foco primordial de seus executivos e de vários agentes de mercado.

³⁰ Entre as SPEs mais conhecidas, destacam-se as da série LJM (iniciais dos filhos e da esposa de Fastow), JEDI (batizada em função da devoção de Fastow pela série Guerra nas Estrelas), Condor e Raptor. Tonge et al. (2003, p. 6) apresentam quatro exemplos das complexas SPEs criadas por Fastow. Os autores mostram como algumas SPEs também foram gerenciadas por subordinados de Fastow, como foi o caso de Michael Kopper na SPE Chewco. Ao todo, estima-se que a Enron tenha criado cerca de 3 mil subsidiárias.

³¹ Deakin e Konzelmann (2004, p. 136).

³² Wearing (2005, p. 69) e McLean e Elkind (2004, p. 159) descrevem as operações *prepay* na Enron. Mais informações encontram-se disponíveis em <http://www.sec.gov/litigation/complaints/comp18252.htm>.

³³ Tonge et al. (2003, p. 8).

³⁴ Para mais informações sobre esta operação, *vide* McLean e Elkind (2004, p. 189).

³⁵ McLean e Elkind (2004, p. 203).

³⁶ Wearing (2005, p. 80).

³⁷ McLean e Elkind (2004, p. 3).

³⁸ *Idem* Introdução).

³⁹ Mills (2002, p. 47).

⁴⁰ Relatório Anual da Enron de 1998.

⁴¹ O caso é descrito em detalhes por McLean e Elkind (2004, p. 20). Segundo os autores, Lay finalizou sua carta aos acusados com o seguinte pedido: “*and please keep making us millions...*”.

⁴² Para mais detalhes sobre o perfil de Skilling, *vide* McLean e Elkind (2004, p. 28). Segundo os autores “*Skilling also had a tendency to oversimplify... and he had an active distate for the messy details involved in executing a plan*”.

⁴³ Segundo Hamilton e Micklethwait (2006, p. 52), Fastow tinha formação nas áreas de securitização de ativos e operações financeiras estruturadas, mas carecia de experiência nas áreas de controladoria e contabilidade, cruciais a um CFO de uma grande companhia. De acordo com McLean e Elkind (2004, p. 137), “*For the most part Fastow didn't stand out in his first few years at Enron – certainly, not mainly people would have guessed that he would one day ascend to become CFO of a Fortune 500 company*”. No mesmo capítulo (p. 140), um ex-chefe na Continental argumenta que “*Andy didn't have the knowledge base required to be CFO of a major company*”.

⁴⁴ McLean e Elkind (2004, p. 140).

⁴⁵ Mais detalhes sobre o ambiente interno na Enron são apresentados em McLean e Elkind (2004, p. 55).

⁴⁶ McLean e Elkind (2004, p. 63) e Tonge et al. (2003, p. 12).

⁴⁷ Segundo Hamilton e Micklethwait (2006, p. 42), além da gigantesca planta na Índia, a Enron sofreu severos prejuízos em investimentos em energia no Brasil e Bolívia, bem como em saneamento básico na Argentina. Ao todo, esses investimentos serviram como grandes consumidores de caixa da companhia.

⁴⁸ A literatura internacional de governança corporativa utiliza frequentemente uma expressão de difícil tradução para nossa língua: os “*gatekeepers*”, ou profissionais de mercado que fornecem seu capital reputacional para serviços de verificação, certificação e análise, visando proteger os investidores externos das companhias. Literalmente, o termo pode ser traduzido como “guardiões” ou “monitores” das empresas, ou simplesmente protetores dos investidores. Entretanto, em virtude

da ausência de consenso sobre o termo ideal para nosso contexto, manter-se-á a expressão original no texto. A expressão, formulada pelos professores Ranier Kraakman e Ronald Gilson em um trabalho de 1984, passou a ser utilizada pelo mercado nos últimos anos, inclusive regularmente pela SEC em algumas normas da entidade. Entre os principais *gatekeepers*, destacam-se os auditores, bancos de investimento, escritórios de advocacia, agências de *rating* de crédito e analistas de mercado. Alguns autores elegem também assessores e consultores externos como *gatekeepers*, tendo em vista que o mercado espera que eles orientem as companhias corretamente em relação a aspectos legais e de adoção de melhores práticas de governança. É desnecessário discorrer sobre a importância de tais agentes na preparação, revisão e análise dos documentos corporativos que vão a público. Apenas como exemplo, John Coffee, professor de Direito da Universidade de Columbia e notório *expert* em governança corporativa, aponta em um livro recente que a falha dos *gatekeepers* foi o principal motivo para os escândalos corporativos no início deste século nos Estados Unidos.

⁴⁹ Segundo alguns críticos, os investidores deveriam questionar mais criticamente as razões para a valorização das ações da companhia da ordem de 500% de 1997 a 2000. Além disso, a própria Enron já alertava em seu Relatório Anual de 2000 ter foco exclusivo no lucro por ação do trimestre: “*Enron is laser-focused on earnings per share and we expect to continue strong earnings performance*”.

⁵⁰ McLean e Elkind (2004, p. 146).

⁵¹ *Ibidem*.

⁵² Abreviatura de *Chief Accounting Officer*.

⁵³ Tonge et al. (2003, p. 7) afirmam que a Andersen tinha ciência de alguns prejuízos significativos em SPEs fora do balanço da Enron no início de 2001, mas optou por não levá-los ao Comitê de Auditoria da Enron. Hamilton e Micklethwait (2006, p. 54) reiteram que a Andersen internamente considerava a Enron como um cliente de “alto risco”. Entretanto, de acordo com os autores, o peso político do sócio Duncan, que havia subido rapidamente na hierarquia da Andersen em função do crescimento da conta da Enron, sempre prevalecia no posicionamento da firma de auditoria. É importante destacar ainda que o próprio sócio Duncan sofria pressões internas para gerar receita junto ao cliente.

⁵⁴ McLean e Elkind (2004, p. 163).

⁵⁵ Tonge et al. (2003, p. 7) mostram como o Citigroup e uma entidade afiliada ao banco Morgan Stanley tornaram-se sócios de algumas SPEs da série LJM. Hamilton e Micklethwait (2006, p. 45) afirmam que a SPE LJM2 tinha como sócios bancos de renome como Citigroup, Deutsche Bank, GE Capital e J. P. Morgan.

⁵⁶ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 34).

⁵⁷ Fonte: McLean e Elkind (2004, p. 230). Segundo Tongue *et al.* (2003, p. 15) os analistas que não apoiassem a Enron com recomendações de compra de seus papéis provavelmente enfrentariam problemas junto aos seus empregadores, particularmente aqueles ligados aos bancos de investimento que mais operavam com a companhia.

⁵⁸ *BusinessWeek*, 8 de julho de 2002. “Insider McKinsey”. Disponível em: http://www.businessweek.com/magazine/content/02_27/b3790001.htm.

⁵⁹ McLean e Elkind (2004, p. 240).

⁶⁰ *BusinessWeek*, 8 de julho de 2002. “Insider McKinsey”. Segundo a publicação, a McKinsey promoveu intensamente várias das “inovações” da Enron, como a estratégia de “ativos leves” (*asset light*), a cultura de “informalidade controlada” (*loose-tight*) e a securitização de suas dívidas.

No mesmo período, a consultoria prestava serviços para outras companhias que apresentaram graves problemas de governança, como Swissair e Global Crossing.

⁶¹ Deakin e Konzelmann (2004, p. 139). De acordo com Wearing (2005, p. 73), dois sócios do escritório Vinson e Elkins foram designados por Lay para investigar rumores de problemas na companhia em agosto de 2001. De acordo com o autor, o relatório do escritório de advocacia divulgado no início de outubro não encontrou qualquer coisa “fundamentalmente errada” na Enron.

⁶² É importante destacar que o *rating* “investment grade” era condição necessária para viabilização das SPÉs e, de forma mais ampla, do próprio modelo de negócios da Enron. Conforme explicado por Deakin e Konzelmann (2004, p. 138), “As Enron’s credit status declined (eventually falling below investment grade level), debts automatically fell due and liabilities accumulated under the terms of its loan covenants. Enron’s entire strategy depended upon being able to maintain the confidence of the credit and capital markets”.

⁶³ Tongue et al. (2003, p.11).

⁶⁴ Comitês de Auditoria, Remuneração, Nomeação, Executivo e de Finanças.

⁶⁵ Wearing (2005, p. 70).

⁶⁶ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 53).

⁶⁷ No original: “to engage in high risk accounting, inappropriate conflict of interest transactions, extensive, undisclosed off-the-books activity, and excessive executive compensation”.

⁶⁸ Segundo Tongue (2003, p. 17), ao menos seis conselheiros independentes recebiam recursos significativos da Enron sob a forma de patrocínios, doações ou prestação de serviços.

⁶⁹ Fonte: *Business Week*, 29 de julho de 2002. De acordo com Hamilton e Micklethwait (2006, p. 37), os 200 principais executivos da Enron receberam cerca de US\$ 1,4 bilhão em remuneração total (incluindo salários, bônus, ações, opções etc.) em 2000. Já Wearing (2005, p. 70) descreve que, entre janeiro de 2000 e outubro de 2001, os três principais executivos da Enron receberam cerca de US\$ 290 milhões com a venda de ações da empresa (Lay, US\$ 184 milhões; Skilling, US\$ 70 milhões; e Fastow, US\$ 33 milhões).

⁷⁰ Extrato do Código de ética da Enron: “*Employees of Enron are charged with conducting their business affairs in accordance with the highest ethical standards. An employee shall not conduct himself or herself in a manner which directly or indirectly would be detrimental to the best interests of the Company or in a manner which would bring to the employee financial gain separately derived as a direct consequence of his or her employment with the Company*”. Disponível em: <http://www.thesmokinggun.com/enron/enronethics1.html>.

⁷¹ Tonge et al. (2003, p. 10). Segundo McLean e Elkind (2004, p. 193), a reunião completa do conselho da Enron que concedeu a isenção a Fastow, com a maioria dos conselheiros participando por telefone e outros temas na pauta, durou menos de 1 hora.

⁷² Wearing (2005, p. 70) estima que Fastow tenha recebido ao menos US\$ 30 milhões por sua atuação junto às SPÉs.

⁷³ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 54).

⁷⁴ Idem, p. 56.

⁷⁵ O caso Parmalat foi construído principalmente com base nos seguintes trabalhos dedicados ao tema: *Time Magazine* (2004), Di Castri e Benedetto (2005), Melis (2005), Wearing (2005) e Hamilton e Micklethwait (2006). Recomenda-se a leitura desses textos para uma visão mais aprofundada do episódio.

⁷⁶ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 153).

- ⁷⁷ Di Castri e Benedetto (2005, p. 3).
- ⁷⁸ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 155).
- ⁷⁹ Di Castri e Benedetto (2005, p. 4).
- ⁸⁰ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 156).
- ⁸¹ Wearing (2005, p. 97).
- ⁸² UniCredit Banca Mobiliare.
- ⁸³ *Bonds* são títulos de dívida com prazo de maturação superior a um ano.
- ⁸⁴ Wearing (2005, p. 102).
- ⁸⁵ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 160). Segundo a *Time* (2004), antes de integrar os quadros da Parmalat, Ferraris trabalhou por sete anos no Citigroup em Milão, tendo realizado diversas operações para o grupo, como operações de securitização, aconselhamento em aquisições e mesmo a estruturação de um complexo esquema financeiro por meio de uma companhia constituída em Delaware (Estados Unidos) denominada Buconero (“buraco negro” em italiano).
- ⁸⁶ Wearing (2005, p. 99).
- ⁸⁷ Di Castri e Benedetto (2005, p. 7 e 33) e Wearing (2005, p. 102).
- ⁸⁸ Wearing (2005, p. 95).
- ⁸⁹ Uma operação de *swap* envolve a troca de indexadores ou contratos entre duas contrapartes. Trata-se de uma das operações tradicionais do mercado de derivativos.
- ⁹⁰ Di Castri e Benedetto (2005, p. 8).
- ⁹¹ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 164).
- ⁹² A nova Lei permitia a companhias com mais de 1.000 funcionários e dívidas de mais de E 1 bilhão a proteção imediata (mas temporária) dos credores. Dada a “customização” da Lei às circunstâncias, foi chamada por vários autores de “Lei Parmalat”.
- ⁹³ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 165). Segundo os autores, muitos títulos de dívidas que a Parmalat alegava ter recomprado continuavam em circulação. Como resultado, surgiram tantos credores após o anúncio dos problemas com a companhia que o interventor Enrico Bondi foi obrigado a abrir um *call center* na sede da Parmalat para o recebimento das queixas.
- ⁹⁴ Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização.
- ⁹⁵ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 165).
- ⁹⁶ Fonte: *Time Magazine*. 21 nov. 2004, “How It All Went So Sour.” Disponível em: <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,785318-2,00.html#ixzz0f6GIAs7l>.
- ⁹⁷ Segundo Di Castri e Benedetto (2005, p. 4), o fundo Hermes detinha 2,2% do total de ações da Parmalat Finanziaria Spa, *holding* financeira da Parmalat listada na bolsa de Milão. Em conjunto com o Deutsche Bank (que detinha 5,2% das ações), eram os maiores acionistas minoritários da companhia.
- ⁹⁸ Wearing (2005, p. 101).
- ⁹⁹ Outro processo contra os executivos da Parmalat continua a correr em paralelo na corte de Parma, Itália.
- ¹⁰⁰ Caso: Parmalat Securities Litigation, n. 04-cv- 01653, U.S. District Court, Southern District of New York, Manhattan. Anteriormente, o Bank of America havia pagado US\$ 100 milhões à Parmalat em um acordo referente a um outro processo movido Bondi.
- ¹⁰¹ *Time Magazine*, 21 nov. 2004. “How It All Went So Sour.”
- ¹⁰² Wearing (2005, p. 101).
- ¹⁰³ Idem (p. 104).
- ¹⁰⁴ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 168).

¹⁰⁵ Segundo Melis (2005, p. 483), mesmo que a carta com as aplicações financeiras fosse uma farsa, os auditores não poderiam intitular-se vítimas. Como depósitos em dinheiro não são difíceis de avaliar, eles poderiam ser facilmente comparados com extratos bancários como parte dos procedimentos de reconciliação. Caso as respostas de confirmação não fossem recebidas, os auditores deveriam solicitá-las novamente ou mesmo solicitar ao cliente o contato bancário, de forma que a auditoria pudesse contatar o banco diretamente. Segundo a autora, é razoável afirmar que eles teriam descoberto a fraude caso tivessem agido de acordo com os padrões gerais de auditoria, incluindo um certo grau de “ceticismo” na execução de seus trabalhos de auditoria. Wearing (2005, p. 105) destaca ainda que alguns executivos da Parmalat alegaram que auditores da Deloitte estavam cientes da existência de uma conta “999” da companhia, que apresentava um débito de E 8 bilhões ao final de 2002.

¹⁰⁶ A Grant Thornton auditava Bonlat, cerne dos problemas e que, por sua vez, consolidava seus números no balanço da Parmalat. Fonte: Wearing (2005, p. 106).

¹⁰⁷ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 169) e Wearing (2005, p. 101).

¹⁰⁸ Wearing (2005, p. 105).

¹⁰⁹ *Time Magazine*. 21 nov. 2004. “How It All Went So Sour”.

¹¹⁰ Sr. Wanderley Olivetti, segundo a *Time Magazine* 21 nov. 2004, “How It All Went So Sour”.

¹¹¹ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 168), Wearing (2005, p. 105) e *Time Magazine* (2004).

¹¹² Estima-se que os bancos estrangeiros tenham fornecido cerca de 80% dos recursos financeiros da Parmalat.

¹¹³ *Time Magazine* 21 nov. 2004. “How It All Went So Sour”.

¹¹⁴ Idem.

¹¹⁵ Idem.

¹¹⁶ Idem.

¹¹⁷ Idem.

¹¹⁸ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 157).

¹¹⁹ Di Castri e Benedetto (2005, p. 33) e *Time Magazine* 21 nov. 2004, “How It All Went So Sour”.

¹²⁰ O fundo de investimentos italiano Aggogestioni escreveu uma carta ao Consob em 6 de março de 2003 denunciando a falta de transparência do grupo Parmalat.

¹²¹ Di Castri e Benedetto (2005, p. 4).

¹²² Melis (2005, p. 484).

¹²³ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 163).

¹²⁴ Di Castri e Benedetto (2005, p. 10).

¹²⁵ Melis (2005, p. 486).

¹²⁶ Board of Statutory Auditors. Para mais informações, *vide* Melis (2004, pp. 480-482).

¹²⁷ Melis (2004, p. 482).

¹²⁸ Wearing (2005, pp. 102-103).

¹²⁹ Idem (p. 100).

¹³⁰ Segundo Wearing (2005, p. 100), a filha de Tanzi, Francesca, dirigia a Parmatour. O autor reporta que cerca de 350 milhões de libras esterlinas foram canalizados pela Parmalat para a empresa.

¹³¹ Estima-se que a Parmalat tenha perdido cerca de E 130 milhões em investimentos na TV Odeon, um empreendimento que fracassou após apenas três anos em operação (*Time Magazine*, 2004).

¹³² Segundo Hamilton e Micklethwait (2006, p. 156), a aquisição do AC Parma foi um ato de vaidade de Tanzi em detrimento dos acionistas minoritários da Parmalat. O clube, dirigido por

seu filho Stefano, chegou a se tornar um dos principais clubes da Europa, ao custo de cerca de E 100 milhões por ano para a Parmalat.

¹³³ Hamilton e Micklethwait (2006, p. 170).

¹³⁴ Esse caso foi elaborado em coautoria com Pedro Henrique de Barros, mestrando da FEA-USP. O autor agradece ao seu orientado pela coleta das informações e pela disponibilização do texto para publicação neste livro.

¹³⁵ Prêmio instituído pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) e pelo *Jornal do Brasil*, visando laurear a companhia que mais tivesse se destacado no relacionamento com seus acionistas, analistas, imprensa e outros agentes específicos. Posteriormente, a Associação Brasileira de Companhias Abertas (ABRASCA) e a Associação Comercial do Rio de Janeiro também aderiram ao prêmio.

¹³⁶ Em 30 de outubro de 1995, o relatório dos auditores independentes do BNSA sobre revisão especial, atinente ao terceiro trimestre do referido ano, apontava “[...] o Banco vem apresentando saques nos depósitos a prazo, afetando o seu fluxo de caixa. Para repor suas necessidades de caixa, o banco tem recorrido diariamente ao mercado interbancário, estando, portanto dependente desses recursos [...]”.

¹³⁷ Comissão de inquérito instaurada em 8 de dezembro de 1995, por meio do ATO-PRESI N° 425.

¹³⁸ Processo Administrativo Sancionador da Comissão de Valores Mobiliário N° 03/97.

¹³⁹ Processo Administrativo Sancionador CVM N° 97.

¹⁴⁰ Fonte: Cupertino (2006, p. 119). Valor em moeda de julho de 2005, conforme consta no trabalho do autor.

¹⁴¹ Duas pesquisas pioneiras avaliaram as causas de insolvência do Banco Nacional. Cupertino (2006) analisou os problemas no banco com foco no gerenciamento dos resultados. Em seu trabalho, o autor concluiu que a alta gestão gerenciou resultados da ordem de R\$ 45,6 bilhões. Em outro estudo, Barbosa (2008) explicou a insolvência do Nacional por meio de um esquema de Ponzi, motivo do constante aumento do passivo descoberto do banco.

¹⁴² Político mineiro que atuou como governador de estado, deputado federal e ministro das relações exteriores.

¹⁴³ Em Miami, Nassau e Nova York.

¹⁴⁴ No Relatório Final da Comissão Parlamentar de Inquérito instaurada para apurar eventuais irregularidades no PROER consta que na data da decretação do RAET o BNSA possuía cerca 1,2 milhões de clientes, entre pessoas físicas e jurídicas.

¹⁴⁵ Cupertino (2006, p. 112).

¹⁴⁶ Dados de 18 de novembro de 1995, data da decretação do RAET.

¹⁴⁷ Eduardo de Magalhães Pinto, Fernando de Magalhães Pinto e Marcos Magalhães Pinto.

¹⁴⁸ Capítulo II da CPI do PROER.

¹⁴⁹ Fonte: revista *Veja*, n. 1.433, 28 dez. 1996.

¹⁵⁰ CPI do PROER, 2002.

¹⁵¹ Fonte: Cupertino (2006, p. 115).

¹⁵² Fonte: Relatório da Administração do Nacional, primeiro semestre de 1993.

¹⁵³ Ademais, o banco pagava ainda impostos sobre resultados inexistentes.

¹⁵⁴ Conforme Relatório da Administração do Banco Nacional S.A. sob RAET (datado de 17 de junho de 1997), o Unibanco realizou proposta para compra da atividade operacional bancária do Nacional em 18 de novembro de 1995, sendo aceita pelo Conselho Diretor do RAET. O

Conselho Diretor contratou ainda linhas de crédito junto ao Bacen estabelecidas no âmbito do PROER a fim de saldar os compromissos do banco. Por fim, em 13 de novembro de 1996, dada a insuficiência patrimonial e a incapacidade financeira, o Nacional teve sua liquidação extrajudicial decretada.

¹⁵⁵ Fonte: Informações Trimestrais (ITR) do Nacional do terceiro trimestre de 1995.

¹⁵⁶ De acordo com o ITR, o conselho era formado por Antônio de Pádua Rocha Diniz, Eduardo de Magalhães Pinto, Fernando de Magalhães Pinto, Marcos de Magalhães Pinto e Germano de Brito Lyra.

¹⁵⁷ Especificamente, foram acusadas cinco pessoas: o diretor-presidente, o vice-presidente responsável pela área de controladoria, o vice-presidente responsável pela superintendência do banco, o vice-presidente responsável pela área de auditoria e risco; e o vice-presidente responsável pelas empresas de pequeno porte.

¹⁵⁸ Depoimentos do sr. Gustavo Loyola, ex-presidente do Bacen, e da sra. Tereza Grossi, ex-diretora do Banco Central.

¹⁵⁹ Este apêndice foi publicado em formato de artigo na edição n. 60, pp. 30-31 (ago. 2008) da revista *Capital Aberto*, com o título “Caso de polícia”.

¹⁶⁰ Um resumo deste apêndice foi publicado em formato de artigo na edição n. 74, pp. 66-67 out. 2009) da revista *Capital Aberto*, seção “Governança”.

¹⁶¹ O prêmio foi retirado da Satyam subsequentemente à descoberta das fraudes.