

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

ANÁLISE DOS MECANISMOS E MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
ADOTADOS POR EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE
SÃO PAULO

AUTORA: GABRIELA GOULART DE BARROS BARRETO

CURITIBA, SETEMBRO DE 2005

GABRIELA GOULART DE BARROS BARRETO

ANÁLISE DOS MECANISMOS E MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
ADOTADOS POR EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE
SÃO PAULO

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração, Curso de Pós-Graduação em Administração, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Pontifícia Universidade Católica do Paraná.

Orientador: Prof. Marcos Mueller Schlemm,
Ph.D.

CURITIBA
2005

BANCA EXAMINADORA

Orientador Prof. Dr. Marcos Mueller Schlemm, Ph.D.
(PPAD/PUCPR)

Prof. Dr. Pedro José Steiner Neto
(UFPR)

Profª. Drª. Maria Alexandra Viegas Cortez da Cunha
(PPAD/PUCPR)

“A substância é duradoura, a forma é efêmera. Preserve a substância; modifique a forma; saiba a diferença.”

Dee Hock

Para meus avós, Emilio e Carmen,
(*in memoriam*) e Luiz e Odisséia.

AGRADECIMENTOS

Os grandes sucessos não podem ser alcançados sem muito trabalho árduo e rigor. E o trabalho nunca é de um homem sozinho. Algumas pessoas foram muito importantes durante o processo de construção deste estudo e eu gostaria de agradecer a todos.

Ao Programa de Mestrado em Administração da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, nas pessoas de seus Professores, Funcionários e Diretor do Mestrado, Eduardo Damião. Em especial ao Professor Marcos Schlemm, Ph.D., orientador dessa dissertação, pela inspiração na escolha do tema. Aos Professores Dr. Pedro José Steiner Neto, da Universidade Federal do Paraná, e Dra. Maria Alexandra Viegaz Cortez da Cunha por sua participação na banca examinadora.

Às empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, nas pessoas de seus dirigentes e responsáveis pelas Relações com Investidores, pela participação na pesquisa.

Aos meus colegas do mestrado, pela convivência, pelo companheirismo e apoio durante esse período de pesquisa e aprendizado, em especial a Sônia, Marcelo e Liane. Aos amigos da FIEP que contribuíram para a realização desse trabalho, especialmente a Andréa, Adriana e Lúcia.

Agradeço à minha família pelo amor incondicional, carinho, compreensão e constante apoio e inspiração: meus pais, Nelson e Vera; minhas irmãs, Luciana e Letícia; meus sobrinhos, Luiz Octávio e Rafaela. O rigor deles veio sempre repleto de muito amor.

Agradeço ao Adon, companheiro incansável que nunca me deixou desistir, sempre com boa vontade e amor, cuidando de tudo para que eu não precisasse me preocupar com nada.

Muito Obrigado!

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS	VII
LISTA DE GRÁFICOS	VIII
LISTA DE QUADROS	IX
LISTA DE SIGLAS	XI
RESUMO	XIII
ABSTRACT	XIV
1 INTRODUÇÃO	15
1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA	16
1.2 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA	17
1.3 DEFINIÇÃO DO OBJETIVO GERAL	17
1.4 DEFINIÇÃO DOS OBJETIVOS ESPECÍFICOS	17
1.5 APRESENTAÇÃO DA JUSTIFICATIVA	18
2 REVISÃO DA LITERATURA	22
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA INTERNACIONAL	23
2.1.1 Conselho de Administração	23
2.1.2 Estrutura da Propriedade do Capital	29
2.1.3 Mercado de Aquisições	35
2.1.4 Sistema Legal e Regulatório	36
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	42
2.2.1 Processo de Privatização no Brasil	43
2.2.2 Primeiros Movimentos no Brasil	49
2.2.3 Governança Corporativa e a Bolsa de Valores de São Paulo	54
2.2.4 Implicações Para os Países em Desenvolvimento	57
3 METODOLOGIA	61
3.1 ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA	61
3.1.1 Perguntas de Pesquisa	62
3.1.2 Definição Constitutiva (DC) e Operacional (DO) das Categorias Analíticas	62
3.1.3 Definição Constitutiva dos Termos Importantes no Contexto da Pesquisa	64
3.2 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	65
3.2.1 Delineamento da Pesquisa	65
3.2.2 População e Amostra	68

3.2.3	Dados: Tipos, Coleta e Tratamento	70
3.2.4	Limitações da Pesquisa	74
4	DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	75
4.1	ANÁLISE DOS DADOS SECUNDÁRIOS.....	75
4.1.1	A Lei das Sociedades Anônimas	75
4.1.2	O Código das Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.....	106
4.1.3	As Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários Sobre Governança Corporativa.....	115
4.2	ANÁLISE DOS DADOS PRIMÁRIOS.....	123
4.3	RELAÇÃO DE ASSOCIAÇÃO	135
4.3.1	Conselho de Administração – Funções e Composição.....	136
4.3.2	Estrutura de Propriedade do Capital	139
4.3.3	Mercado de Aquisições.....	140
4.3.4	Sistema Legal e Regulatório.....	141
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	143
	REFERÊNCIAS	150
	APÊNDICE 1 - QUADRO RESUMO DO REFERENCIAL TEÓRICO - OUTROS PAÍSES.....	160
	APÊNDICE 2 - QUESTIONÁRIO DE PESQUISA	165
	APÊNDICE 3 – DETALHAMENTO DAS RESPOSTAS AOS QUESTIONÁRIOS	169

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – GRUPOS DE CONTROLE	53
FIGURA 2 – ROTEIRO DA PESQUISA.....	67

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – MOTIVAÇÃO DOS DIRIGENTES QUANTO À GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	133
---	-----

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – EVOLUÇÃO DOS CONSELHOS NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA.....	19
QUADRO 2 – CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	40
QUADRO 3 – ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DO CAPITAL.....	41
QUADRO 4 – MERCADO DE AQUISIÇÕES E SISTEMA LEGAL E REGULATÓRIO.....	41
QUADRO 5 – CINQUENTA ANOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	50
QUADRO 6 – EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 1 DA BOVESPA.....	68
QUADRO 7 – EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 2 DA BOVESPA.....	69
QUADRO 8 – EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO DA BOVESPA.....	70
QUADRO 9 – QUORUM DE INSTALAÇÃO DA ASSEMBLÉIA GERAL	90
QUADRO 10 – COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO – MEMBROS EFETIVOS E MEMBROS SUPLENTE.....	124
QUADRO 11 – COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO – MEMBROS INDEPENDENTES.....	126
QUADRO 12 – MANDATO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	127
QUADRO 13 – CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E PRINCIPAL EXECUTIVO.....	128
QUADRO 14 – FUNÇÕES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	129
QUADRO 15 – ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DE CAPITAL	130
QUADRO 16 – MERCADO DE AQUISIÇÕES.....	132
QUADRO 17 – MOTIVAÇÃO DOS DIRIGENTES	133
QUADRO 18 – IMPACTO NA VALORIZAÇÃO DAS AÇÕES	135
QUADRO 19 – RELAÇÃO DE ASSOCIAÇÃO ENTRE MODELOS IDENTIFICADOS E EMPRESAS PESQUISADAS–CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	136

QUADRO 20 – RELAÇÃO DE ASSOCIAÇÃO ENTRE MODELOS IDENTIFICADOS E EMPRESAS PESQUISADAS – ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DO CAPITAL	139
QUADRO 21 – RELAÇÃO DE ASSOCIAÇÃO ENTRE MODELOS IDENTIFICADOS E EMPRESAS PESQUISADAS – MERCADO DE AQUISIÇÕES.....	140
QUADRO 22 – RELAÇÃO DE ASSOCIAÇÃO ENTRE MODELOS IDENTIFICADOS E EMPRESAS PESQUISADAS – SISTEMA LEGAL E REGULATÓRIO.....	141

LISTA DE SIGLAS

AGE – Assembléia Geral Extraordinária

AGO – Assembléia Geral Ordinária

ALL AMER LAT – ALL América Latina Logística S.A.

ARACRUZ – Aracruz Celulose S.A.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

BRADESCO – Banco Bradesco S.A.

BRADESPAR – Bradespar S.A.

BRASIL T PAR – Brasil Telecom Participações S.A.

BRASIL TELECOM – Brasil Telecom S.A.

BRASKEM – Braskem S.A.

CA – Conselho de Administração

CCR RODOVIAS – Companhia Concessões Rodoviárias

CELESC – Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.

CEMIG – Companhia Energética de Minas Gerais

CEO – *Chief Executive Officer* (Presidente da Empresa)

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

GOL – Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.

GERDAU – Gerdau S.A.

GERDAU MET – Metalúrgica Gerdau S.A.

IAN – Relatório de Informações Anuais

ITAUSA – Itausa Investimentos Itaú S.A.

ITAUBANCO – Banco Itaú Holding Financeira S.A.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

ITR – Relatório de Informações Trimestrais

KLABIN S/A. – Klabin S.A.

MARCOPOLO – Marcopolo S.A.

NACD – *National Association of Corporate Directors* – Associação Nacional de Diretores de Empresa

NATURA – Natura Cosméticos S.A.

NET – NET Serviços de Comunicação S.A.

OECD – *Organization for Economic Cooperation and Development* – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

P ACUÇÚAR-CBD – Companhia Brasileira de Distribuição

PERDIGAO S/A – Perdigão S.A.

RIPASA – Ripasa S.A. Celulose e Papel

SABESP – Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo

SADIA S/A – Sadia S/A

UNIBANCO HLD – Unibanco Holdings S.A.

UNIBANCO HLD – Unibanco União de Bancos Brasileiros S.A.

VALE R DOCE – Companhia Vale do Rio Doce

WEG – WEG S/A

RESUMO

A governança corporativa é o conjunto de mecanismos que auxiliam no governo das organizações, na sua fiscalização e controle, visando sempre aumentar seu valor e garantir sua longevidade. Sua importância vem aumentando através dos anos à medida que as corporações crescem e, com elas, os conflitos existentes entre os detentores do capital e os administradores. O objetivo desta pesquisa de levantamento foi verificar que modelos de governança corporativa estão sendo adotados por empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Sendo uma pesquisa descritiva com abordagem predominantemente quantitativa, foram utilizadas múltiplas fontes de evidência. Os dados secundários foram obtidos mediante consulta à legislação e a regulamentações referentes ao assunto. Os dados primários foram obtidos por meio de questionários enviados aos dirigentes das organizações ou respondidos através de informações de suas páginas da internet. A análise dos dados foi efetuada visando identificar o conselho de administração, a estrutura de propriedade do capital, o mercado de aquisições e o sistema legal e regulatório. Os dados mostram quais os mecanismos e modelos de governança corporativa estão sendo adotados pelas empresas pesquisadas, sua motivação em adotá-los bem como o reflexo disso no valor de suas ações.

Palavras-chave: governança corporativa; códigos de melhores práticas; conselho de administração; propriedade; controle; privatização.

ABSTRACT

Corporate governance is the set of mechanisms that aid the management of the enterprise, its auditing and control; always aiming at increasing its value and assuring its longevity. Its importance has increased through the years as corporations grow and, with them, the conflicts between the investors and the business managers. The objective of this multicase study was to verify the corporate governance models that have been adopted by the companies listed at Brazilian Stock Market (BOVESPA). Being a descriptive research with mainly qualitative approach many resources have been used as evidence. The secondary data were provided by a wide investigation in the regulatory law system regarding the subject. The primary data were obtained using questionnaires which were sent to the companies' managers or answered through information gathered from their websites. The data analysis aimed at identifying the board of directors, the ownership structure, the takeover market, and the legal / regulatory system. The data show which mechanisms and models of corporate governance have been adopted by the researched companies, their motivation to adopt this mechanisms as well as the effect of it in the value of the companies' shares.

Key-words: corporate governance; the codes of best practice; board of directors; ownership; corporate control; privatization.

1 INTRODUÇÃO

As regras para uma boa governança atraíram a atenção do mercado financeiro em níveis mundiais, porque vieram priorizar a transparência da gestão empresarial em relação à rentabilidade como um objetivo a ser alcançado e a redução dos riscos para os investidores, a fim de lhes garantir um bom retorno às suas aplicações. A partir da adoção das normas de boa governança, o objetivo das empresas tende a ser o de focar os esforços empresariais no sentido de aumentar o retorno aos acionistas, visando atender aos seus *stakeholders*¹.

Nos últimos vinte e cinco anos observou-se uma contínua proliferação de pesquisas na área da governança corporativa. Apesar da expressão não ter sido estabelecida desde então (DENIS, 2001), tornou-se lugar comum no moderno jargão de negócios, utilizado por acadêmicos, praticantes e pela imprensa especializada. O grande volume de artigos que foram escritos sobre o assunto contribuiu para que o tema permanecesse constantemente atualizado.

No geral, os artigos tratam de assuntos passados, fazendo recomendações e até previsões sobre a direção atual da pesquisa em governança corporativa. Acrescente-se a isto que pesquisas recentes sugerem uma mudança na natureza das firmas e dos mercados, desafiando as bases mais fundamentais nas quais as noções atuais sobre o tema estão sendo construídas (BRADLEY, SCHIPANI, SUNDARAM e WALSH, 2000 e RAJAN e ZINGALES, 2000).

O escopo fundamental no qual o campo da governança corporativa emerge é o dos problemas potenciais que estão associados à separação de propriedade e ao controle inerente ao modelo organizacional moderno. Este fundamento data de 1776, ano em que Adam Smith (apud DENIS, 2001, p. 192), escrevendo sobre profissionalização de gestores em seu livro Riqueza das Nações, atesta que, sendo gestores do dinheiro dos outros, ao invés do seu próprio, não se pode esperar que eles cuidem do dinheiro com o mesmo rigor de vigilância. Em 1932,

¹*Stakeholders* são todas as pessoas ou organizações que tenham interesse na empresa, tais como: acionistas, colaboradores, fornecedores, parceiros, governo e sociedade.

Adolph Berle e Gardiner Means sugeriram que este problema tornou as corporações uma forma inatingível de organização.

A governança corporativa é uma tendência mundial em torno de temáticas tais como o Conselho de Administração, a proteção legal aos acionistas e a estrutura da propriedade de capital. Nesse contexto, a boa gestão tende a acontecer quando os agentes da governança corporativa conseguem garantir a valorização da companhia e a equidade entre todos os *stakeholders*.

A governança corporativa objetiva, ainda, dirimir os conflitos que tendem a existir entre os acionistas e os dirigentes das organizações, através de mecanismos que controlem as ações de ambas as partes. Comparações entre os diferentes sistemas de governança levantam questões que requerem uma investigação mais sistemática como, por exemplo, a forma mediante a qual os modelos diferem nos vários países e quais as suas características, bem como levantar informações sobre haver uma consciência empresarial em torno da governança no Brasil.

Os autores que discorrem sobre os temas ligados à governança corporativa foram revisados no capítulo 2 da presente dissertação, ressaltando evidências empíricas dos Estados Unidos da América, da Europa, Leste Europeu e Ásia. O capítulo 3 apresenta a metodologia que foi utilizada na pesquisa para a coleta de dados, que são analisados no capítulo 4. O capítulo 5 apresenta a conclusão e recomendações para estudos futuros.

1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA

A presente dissertação objetivou estabelecer um estudo relacionado aos mecanismos institucionais de controle das ações dos gestores e dos acionistas nas organizações através de pesquisas previamente realizadas, analisando a governança das organizações nos âmbitos internacional e nacional, descrevendo seus mecanismos internos e externos.

A evolução dos mecanismos internos e externos nos países (LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, 1998) está ligada ao tema do projeto: **Mecanismos internos e externos da governança corporativa: o conselho de administração, a estrutura de propriedade do capital, o mercado de aquisições e o sistema legal e regulatório no Brasil e no Mundo.**

1.2 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

Tendo sido apresentado o tema da presente dissertação, cabe agora formular o problema de pesquisa que foi investigado, formulado na forma da questão que se quer responder através da pesquisa (VERGARA, 2003). Para a presente dissertação, a pergunta a ser respondida foi:

Quais modelos de governança corporativa estão sendo adotados por empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA)?

1.3 DEFINIÇÃO DO OBJETIVO GERAL

Tendo apresentado o tema da dissertação e a pergunta de pesquisa, a seguir são apresentados o objetivo geral e os objetivos específicos que auxiliaram na busca da resposta ao problema de pesquisa (VERGARA, 2003).

Verificar que modelos de governança corporativa estão sendo adotados por empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

1.4 DEFINIÇÃO DOS OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- (1) Identificar e caracterizar que mecanismos de governança corporativa estão sendo adotados pelas empresas pesquisadas;

- (2) Verificar os fatores motivacionais dos dirigentes das empresas pesquisadas em adotar um modelo de governança;
- (3) Verificar se os dirigentes das empresas pesquisadas têm consciência do movimento existente em torno da governança corporativa;
- (4) Verificar o impacto da adoção de um modelo de governança corporativa na valorização das ações das empresas pesquisadas.

1.5 APRESENTAÇÃO DA JUSTIFICATIVA

Aqui se fundamenta a possibilidade da pesquisa contribuir para a sociedade em geral (VERGARA, 2003).

Visando estabelecer que mecanismos de governança estão sendo utilizados pelas empresas, a presente dissertação buscou, através da revisão da literatura e da pesquisa empírica, auxiliar a compreensão deste tema de maneira mais abrangente. Segundo dados recentes, a governança corporativa está na pauta das maiores empresas do país. Uma pesquisa da empresa Mynarski (LODI, 1988) mostra que, das duas mil maiores empresas do país, 97% das empresas consideram a boa governança importante para seu futuro, e 81% delas implantaram normas e procedimentos que vão além dos legalmente exigidos. Para tanto, fez-se necessário apresentar os mecanismos de governança corporativa descritos pela academia e utilizados pelas organizações, caracterizando-os separadamente, tendo em vista sua complexidade.

É necessário analisar o conselho de administração, sua natureza, importância, composição e função, bem como a estrutura de propriedade de capital, o mercado de aquisições e o sistema legal e regulatório.

O conselho de administração nasceu nas nações com maior tradição organizacional tendo como função proteger o interesse dos acionistas. No Brasil, os conselhos de administração surgiram como uma imposição legal para as Sociedades Anônimas de capital aberto, segundo a Lei nº. 6.404, de 1976 (Lei das Sociedades Anônimas). Tanto no Brasil como internacionalmente, a sua existência

era puramente jurídica, não exercendo função administrativa, principalmente em pequenas empresas, onde o controle encontrava-se concentrado no proprietário (LODI, 1988).

A evolução dos conselhos nos Estados Unidos da América está ilustrada no Quadro 1 a seguir:

QUADRO 1 – EVOLUÇÃO DOS CONSELHOS NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA

Situação da Empresa	Tipo de trabalho do Conselho	Estrutura do Conselho
Vendas até \$5 milhões Poder concentrado Dirigida pelo dono	Reuniões anuais Outras reuniões especiais ocasionais Apenas necessidades legais	Dono mais dois figurantes Orientação pelo advogado
Vendas de \$2 a \$20 milhões Poder concentrado Dirigida pelo dono	Reuniões trimestrais Outras reuniões periódicas Alguns projetos Informalidade	Presidente mais dois diretores da firma Presidente domina Trata de assuntos do conselho e administrativos
Vendas de \$5 a \$50 milhões Vários donos Poder concentrado Entrada de profissionais	Reuniões trimestrais ou mensais Começo da formalização	Presidente mais diretores da firma Aparece o primeiro conselheiro externo, mas como consultor Separação de reuniões do conselho e reuniões da administração
Vendas de \$10 a \$100 milhões Abertura de capital para o público	Reuniões trimestrais ou mensais Informações são dadas antes das reuniões Avaliação operacional Decisões políticas	Dominado pela firma Aparece o secretário executivo em tempo integral Aparece o comitê executivo
Vendas de \$50 a \$500 milhões Grande controle pelo público	Reuniões mensais Reuniões dos comitês Reconhecimento do papel do conselho na formulação de políticas, objetivos e planejamento	Tendência para a dominação de fora Muitos comitês Aparecimento de um agente do conselho em tempo integral
Grande volume de vendas Muito grande controle pelo público	Extensa atividade do conselho Grande delegação aos comitês	Dominação de fora Numerosos comitês Apoio de <i>staff</i> Conselheiros de tempo integral

FONTE: LODI, 1988

A evolução dos conselhos trouxe novas responsabilidades, tais como: determinação dos objetivos organizacionais, seleção e definição da remuneração dos executivos e controle dos resultados, além da tomada de decisões dos assuntos pertinentes à organização e aos acionistas. Tal evolução aconteceu não somente nos Estados Unidos da América, mas também em outros países, inclusive no Brasil (LODI, 1988).

É possível perceber que a evolução dos conselhos norte-americanos aconteceu em paralelo à evolução da estrutura de propriedade do capital das organizações, que passaram de uma estrutura de único dono às estruturas mais complexas de controle de propriedade. Anteriormente, os “capitães da indústria”² tinham muitas ações exercendo muito controle. Mais tarde, as organizações passaram a ter gestores profissionais e as ações estavam muito pulverizadas, ou seja, o controle passou a ser dos gestores. Atualmente há um movimento global direcionado para uma “democracia acionária”³ com os acionistas reivindicando mais poder e controle (BECHT, BOLTON e RÖEL, 2002).

Outro mecanismo da governança corporativa estudado pela academia são as aquisições. Tal mecanismo é considerado o mais radical para disciplinar e substituir gestores (DENIS e MCCONNELL, 2003), sendo classificado como desordenado e caro, e onde a maior parte dos ganhos fica com acionistas-chaves (BECHT, BOLTON e RÖEL, 2002). A sugestão teórica é que a eficiência desse mecanismo pode ser melhorada, basicamente, através da diluição dos direitos dos acionistas minoritários (GROSSMAN e HART, 1980).

O sistema legal e regulatório também sofreu evoluções e tende a refletir os avanços do assunto governança corporativa como um todo (LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, e VISHNY, 1998). A regulamentação é necessária para apoiar as regras legais e para que os acionistas ou gestores não desenhem ou implementem procedimentos contraproducentes. Outra razão que justifica a necessidade de regulamentação é que, mesmo que os procedimentos estabelecidos sejam produtivos, pode haver a vontade dos acionistas ou gestores de não dar continuidade a estes (BECHT, BOLTON e RÖEL, 2002).

A crise asiática de 1998 que evidenciou o frágil programa de prospecção de investidores para mercados emergentes, levou a uma necessidade de reavaliação dos modelos industriais asiáticos e também das privatizações em

² Os “capitães da indústria” desta época também eram denominados de “barões do roubo” (Josephson, 1934 *apud* BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002). Eles foram alvo de um movimento *anti-trust* que culminou com a eleição de Woodrow Wilson como Presidente dos Estados Unidos da América em 1912.

³ Movimento de ativismo dos acionistas com raízes nos movimentos contra a Guerra do Vietnam, contra o *Apartheid* e contra as empresas de tabaco (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002).

massa ocorridas na década de 90 nesses mercados. Esse cenário levou os formuladores de políticas internacionais a concluir que o macro-gerenciamento não é suficiente para evitar as crises e seus efeitos na economia global. Isso levou a *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico e o Banco Mundial a priorizar a reforma da governança corporativa para a Rússia, Ásia e o Brasil (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002).

O presente estudo verificou quais as formas de governança adotadas por empresas brasileiras, através de uma pesquisa de campo desenvolvida no universo de quatrocentas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, evidenciando seus esforços para promover a adaptabilidade à realidade da governança corporativa. A coleta de dados foi feita através de contato com os dirigentes, com questionários, numa abordagem analítica para obtenção de dados seguros (LAKATOS, 2001).

2 REVISÃO DA LITERATURA

A expressão “governança corporativa” deriva de uma analogia entre o governo das cidades e Estados e o governo das corporações (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002). A analogia entre governo político e corporativo ficou explícita já nos primeiros artigos e textos sobre corporações, datadas da época das origens revolucionárias das corporações americanas e das primeiras empresas construtoras de estradas de ferro na Alemanha (DUNLAVY, 1998 *apud* HOPT; KANDA; ROE; WYMEERSCH e PRIGGE, 1998). A expressão governança corporativa, aparentemente, foi utilizada pela primeira vez por Richard Eells (1960, p.108), para denominar a “estrutura e o funcionamento da política corporativa”.

Os autores Denis e McConnell (2003) definem governança corporativa como sendo “o conjunto de mecanismos – institucionais e baseados no mercado – que induzem os controladores da companhia – aqueles que tomam decisões sobre como a companhia será operacionalizada – a tomar decisões que maximizem o valor da companhia para seus proprietários – os provedores de capital”. Outra definição de governança corporativa vem dos autores Shleifer e Vishny, (1997, p. 737) que dizem que “governança corporativa lida com os meios através dos quais os provedores de capital para as corporações asseguram a si mesmos obter retorno de seu investimento”. Governança corporativa também pode ser definida como “o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas. Ela coloca os conselheiros no centro de qualquer discussão sobre governança” (Relatório Cadbury, *apud* LODI, 2000 p. 25).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define governança corporativa como “um conjunto de práticas e relacionamentos entre acionistas / cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, cuja finalidade é otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital” (IBGC, 2004)

Os mecanismos que lidam com a governança podem ser internos ou externos. Os internos são: o conselho de administração e a estrutura de

propriedade do capital. Os mecanismos externos são: o mercado de aquisições e o sistema legal e regulatório. Esses mecanismos são descritos a seguir.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA INTERNACIONAL

Durante as décadas de 70 e 80 do século XX houve muitas pesquisas sobre governança corporativa. No entanto, todas eram amplamente focadas nos Estados Unidos da América, sendo expandidas nos anos 90 para o Reino Unido, Alemanha e Japão e mais recentemente para outros países do mundo. O resultado é um extenso e crescente volume de pesquisa em governança corporativa internacional, seus mecanismos internos e externos.

2.1.1 Conselho de Administração

A composição inclui número de membros e estrutura: quantos diretores compõem o conselho de administração, quantos desses diretores são externos, a definição se a posição de presidente da companhia e presidente do conselho de administração será ocupada pela mesma pessoa (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002).

A remuneração dos executivos deve alinhar os interesses desses com os dos acionistas (DENIS e MCCONNELL, 2003). O conselho de administração é a primeira linha de defesa oficial contra gestores que podem agir contra os interesses dos acionistas (HERMALIN e WEISBACH, 2002). Em sua pesquisa, Hermalin e Weisbach (2002) encontraram evidências de que o número de conselheiros externos não é diretamente proporcional ao melhor desempenho da empresa, mas está associado com melhora na tomada de decisões em assuntos como aquisições, remuneração dos executivos e contratação e demissão do presidente. Esses autores também encontraram evidência de que o tamanho do conselho de administração é inversamente proporcional ao desempenho geral da

empresa e à qualidade das decisões, sendo que baixo desempenho organizacional, contratação e demissão do presidente e mudanças na estrutura de propriedade estão frequentemente associados a alterações dos membros do conselho de administração.

As pesquisas realizadas nos Estados Unidos da América evidenciam que o conselho de administração está especialmente encarregado de representar os interesses dos acionistas. Contratando, demitindo, monitorando e remunerando os gestores, sempre visando à maximização do valor do acionista. Não é incomum que o CEO/Presidente da companhia seja também o Presidente do Conselho, sendo que os gestores têm uma forte influência na determinação da composição do conselho.

No direito norte-americano, as leis estaduais atribuem ao conselho de administração os mais amplos poderes. A experiência societária norte-americana mostra que a maior parte dos conselhos de administração é pouco ativa, exercendo, em geral, o papel de órgão homologatório dos atos de gestão dos diretores e executivos e dos comitês executivos, agindo sempre de acordo com os interesses dos acionistas.

No entanto, a despeito dos amplos poderes dados estatutariamente ao conselho de administração nos Estados Unidos da América, os seus membros, na realidade, não supervisionam nem controlam a administração da companhia. Pelo contrário, apesar de regularmente se reunir, discutir e deliberar, o conselho, na realidade, é supervisionado e controlado pelos executivos. Isto ocorre na medida em que o presidente (CEO) fornece ao órgão colegiado apenas as informações e documentos que não comprometam o esquema de poder exercido por ele e seus companheiros da diretoria executiva. Dessa forma, as decisões administrativas são efetivamente tomadas pelos comitês executivos e pelos diretores e executivos. Mas também outras forças hegemônicas existem na administração societária norte-americana. São elas constituídas pelos corpos gerenciais, constituídos pelos executivos situados no organograma logo abaixo dos principais executivos. Eles ocupam cargos-chaves na administração da companhia, o que lhes permitem filtrar informações ao conselho, de modo a tirar deste o efetivo poder sobre a

administração. Também influenciam, para retirar o poder efetivo do conselho naquele país, a representação dos bancos e dos debenturistas.

Não obstante esse quadro, as funções administrativas do conselho nos Estados Unidos da América incluem: decisões políticas sobre a produção, serviços, preços e relações industriais e trabalhistas; seleção, supervisão e destituição dos principais executivos; fixação dos planos de remuneração, fundos de pensão, aposentadoria dos principais executivos; fixação dos dividendos; decisões sobre empréstimos e alterações do capital social; delegação de poderes de representação e gestão aos principais executivos e aos comitês executivos; a alteração de estatuto; e participação da companhia em negócios especiais (ALLEN, 1998).

As primeiras pesquisas fora dos Estados Unidos da América sobre esse assunto vieram do Japão. Kaplan e Minton (1994) examinaram a efetividade dos conselhos de administração no sistema japonês, principalmente na indicação de membros externos, definidos como indivíduos que trabalhavam em bancos ou outras corporações. Eles descobriram que tais indicações reduziram o desempenho das ações e trouxeram prejuízos sendo, portanto, mais favoráveis em empresas que possuem grande volume de empréstimos bancários, concentrações de acionistas e membros em um grupo corporativo. Eles evidenciaram a efetividade dos membros externos como mecanismo de governança corporativa interno com a estabilização e relativa melhora no desempenho organizacional, com medidas tais como: retorno financeiro das ações, desempenho operacional e aumento das vendas.

Em pesquisa extensa sobre o formato dos conselhos de administração europeus, Wymeersch (1998) relata que, na maioria dos países europeus, o papel do conselho de administração não foi prescrito em lei e que a maximização da riqueza dos acionistas não tem sido a motivação principal do conselho de administração. Segundo o autor, essa característica varia de país para país, sendo que a Inglaterra, Suíça e Bélgica são os mais focados nos ganhos dos acionistas. Apesar de alguns países europeus terem conselhos de administração unitários, em alguns países eles são divididos em duas camadas. Essa divisão é obrigatória em países como a Alemanha e a Áustria e opcional em países como a França e a

Finlândia. Conselhos de administração nesse formato são compostos, geralmente, por um conselho executivo e um conselho fiscal. Na Alemanha, por exemplo, é obrigatório haver uma representação dos empregados no conselho fiscal (DENIS e MCCONNELL, 2003).

Até recentemente, poucas eram as publicações sobre a efetividade dos conselhos europeus, e apesar disso, muitos grupos e empresas entenderam a necessidade de uma composição apropriada do conselho para a boa governança corporativa (DENIS e MCCONNELL, 2003). Os Códigos de Melhores Práticas têm sido publicados por diversos países europeus desde a publicação do código da Inglaterra em 1992 (IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2004) e grande parte deles tem em comum a especificação da quantidade de conselheiros independentes (DENIS e MCCONNELL, 2003).

O código inglês recomenda um número mínimo de pelo menos três conselheiros externos, além de proibir que a cadeira de presidente do conselho de administração seja ocupada pelo presidente da empresa. As empresas que não aquiescem ao código devem apresentar justificativa na Bolsa de Valores de Londres (DAHYA, MCCONNELL, e TRAVLOS, 2002). Os autores atestam que houve aumento na contratação e demissão de presidentes após a emissão do código, tendo efeito também sobre o desempenho da empresa. Eles ainda concluíram que é o aumento na proporção de conselheiros externos mais do que a distinção das cadeiras de presidente do conselho e presidente da empresa explica essas demissões. Os dados dessa pesquisa são consistentes com os de Weisbach (1988) em empresas norte-americanas, mas inconsistentes com as pesquisas de Kang e Shivdasani (1995) que não encontraram uma relação entre a presença de membros externos e contratação e demissão do presidente em empresas japonesas.

Os autores Franks, Mayer e Renneboog (2001) pesquisaram uma pequena amostra de empresas inglesas que estavam apresentando um desempenho ruim e descobriram que essas empresas tinham uma maioria de conselheiros externos o que eles relatam ser um fator impeditivo na tentativa de melhorar o desempenho dos gestores. Analisando as indicações de presidentes após a emissão do código inglês, Dahya e McConnell (2002) relatam que é mais provável a indicação de

presidentes externos à medida que aumenta a representatividade de conselheiros externos, resultado que é consistente com as descobertas de Borokovich, Parrino e Trapani (1996) para os Estados Unidos da América.

Baseados num estudo da variação do preço das ações, Dahya, e McConnell (2002) também relatam que a indicação de um presidente externo provoca aumento no valor das ações. Como já comentado anteriormente, alguns códigos das melhores práticas recomendam uma distinção entre a pessoa que ocupa o cargo de presidente do conselho de administração e o presidente da organização, sendo que há pouca evidência sobre a influência dessa distinção na efetividade da governança (BRICKLEY, COLES e JARREL, 1997 e VAFEAS e THEODOROU, 1998). As evidências relativas à efetividade do conselho de administração em outros países são dispersas e pouco conclusivas.

Os autores Blasi e Shleifer (1996, apud DENIS e MCCONNELL, 2003) examinaram a estrutura do conselho na Rússia entre 1992 e 1993 e novamente em 1994, relatando que a maioria das firmas é de propriedade dos gestores e dos funcionários e que os conselhos são rigidamente controlados por membros internos. Os membros externos vêm, geralmente, de blocos de investidores, sendo que um decreto do governo incentivando que os conselhos sejam compostos por não mais do que um terço de membros internos, tem sido ignorado pela grande maioria das empresas russas.

O Ato das Companhias – *Companies Act* – foi emitido em 1994 na Nova Zelândia, objetivando melhorar o desempenho das empresas através de um melhor monitoramento por parte do conselho de administração. Naquele país, Hossain, Prevost e Rao (2001) acharam uma relação positiva entre número de conselheiros externos e melhoria no desempenho, apesar de não acharem forte relação entre esse fato e a emissão do Ato das Companhias.

O Código Espanhol das Melhores Práticas de governança corporativa objetiva fortalecer o papel de supervisão (fiscalização) dos conselhos de administração e o mercado de ações respondeu de forma positiva aos anúncios de aquiescência ao código, especialmente quando tais anúncios implicam em e maior

reestruturação do conselho. Tal reação é mais forte em empresas que vêm apresentando um desempenho ruim (RODRIGUES e ANSON, 2001).

De maneira consistente com as pesquisas americanas, foram evidenciadas relações negativas entre tamanho do conselho e desempenho da empresa. Em Singapura e na Malásia, Mak e Yuanto (2002 - *apud* DENIS e MCCONNELL, 2003) relataram uma relação inversa entre o número de membros do conselho e a Taxa Tobin⁴, enquanto Eisenberg, Sundgren e Wells (1998 - *apud* DENIS e MCCONNELL, 2003) relatam uma relação inversa entre o tamanho do conselho e a lucratividade em empresas de pequeno e médio porte da Finlândia. Carline, Linn e Yadav (2002) relatam que o tamanho do conselho é inversamente proporcional às melhoras no desenvolvimento operacional após processos de fusão em empresas no Reino Unido.

Uma das tarefas dos conselhos de administração é determinar a estrutura e o nível de remuneração dos altos executivos. Na perspectiva da governança corporativa, as políticas de compensação alinham os interesses dos altos executivos aos interesses dos acionistas (MURPHY, 1999 e CORE, GUAY e LARCKER, 2001). Eles também relatam que a sensibilidade ao pagamento por desempenho vem aumentando com o tempo, e que grande parte desta sensibilidade advém de dois fatos: i) executivos tendem a ser proprietários de ações ordinárias e ii) uma das formas de remuneração de executivos é através da opção por ações (*stock options*), forma de remuneração que tem crescido rapidamente nos Estados Unidos da América.

No Japão, Kaplan (1994) pesquisou a remuneração dos executivos e concluiu que a mesma está relacionada a retorno financeiro das ações e a perdas nos ganhos. Ele relata que os executivos japoneses têm menos ações e menos

⁴ A Taxa Tobin foi idealizada pelo economista James Tobin em 1972 e propunha que todas as transações financeiras fossem taxadas e que os Estados tivessem garantia da realização de políticas macroeconômicas e de estabilização pelo fato dos mercados serem constantemente afetados pela volatilização dos capitais. Além disso, o capital gerado pela aplicação da Taxa Tobin poderia ser utilizado para erradicar a pobreza extrema em que muitos seres humanos vivem. Isso porque a aplicação da taxa teria resultados muito grandes, já que as transações monetárias movimentam quantidades astronômicas de capital. Inicialmente seria cobrado um imposto de 0,1% sobre as movimentações especulativas. O montante arrecadado iria para organizações da sociedade civil que têm como objetivo a erradicação da pobreza (FIGUEIREDO, 2004).

stock options do que os executivos americanos. Já Conyon e Murphy (2000) fizeram um estudo comparativo entre os Estados Unidos da América e o Reino Unido e encontraram evidências de que o nível de compensação em moeda e a sensibilidade de compensação em crescimento de riqueza dos acionistas são maiores nos Estados Unidos da América e atribuem essa diferença ao fato de os prêmios em ações serem maiores nesse país.

Na Espanha, Crespi, Gispert e Renneboog (2002), encontraram evidência de aumento na remuneração dos executivos seguido de aumento no desempenho do preço das ações. De maneira geral, as evidências empíricas sobre estrutura do conselho de administração e remuneração executiva encontradas em outros países são similares às encontradas nas pesquisas americanas sobre o tema. Em média, a presença de conselheiros independentes não afeta o desempenho da empresa, mas pode afetar decisões sobre assuntos relevantes (CONYON e MURPHY, 2000).

Códigos de melhores práticas que têm sido emitidos em diversos países do mundo, tendem a direcionar os conselhos de administração a ter mais representantes externos, sendo que, em alguns países pesquisados, evidências foram encontradas de que essa prática altera as decisões dos conselhos de administração. De maneira geral, nas pesquisas feitas fora dos Estados Unidos da América, também há evidência de que a remuneração dos executivos está relacionada ao desempenho (DENIS e MCCONNELL, 2003).

2.1.2 Estrutura da Propriedade do Capital

Propriedade e controle raramente estão separados. Uma maior interação entre propriedade e controle tende a levar à redução de conflitos de interesse e, portanto, ao aumento no valor da empresa. Ter o gestor como dono da companhia pode servir para alinhar melhor o interesse deste e dos acionistas, mas se esses interesses não estão alinhados, o controle acionário pode dar aos gestores maior

liberdade para perseguir seus próprios objetivos sem temer represálias (DENIS e MCCONNELL, 2003).

No caso da propriedade ser dispersa e estar nas mãos de muitos acionistas com poucas ações, não existirá quase incentivo para o gasto com monitoramento das ações dos gestores. O contrário acontece com acionistas individuais que possuem maior número de ações. Os blocos de acionistas externos são uma força positiva na perspectiva de outros acionistas, pois podem utilizar sua influência para fazer com que os gestores tomem decisões que visam aumentar o valor da ação. Os benefícios do controle podem ser compartilhados – todos os acionistas se beneficiam da influência do bloco de acionistas; ou privados – só o bloco se beneficia. Utilizar o benefício privado para abstrair recursos da empresa pode levar à redução do valor da ação (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002).

Uma possível análise relacional entre estrutura de propriedade e desempenho financeiro vem de empresas que sofrem alterações na sua estrutura. Uma mudança impactante ocorre quando empresas que eram de propriedade do governo (estatais) são privatizadas, passando por uma transição rápida de propriedade do governo para propriedade privada. Esse processo teve início na Inglaterra no início da década de 80 e espalhou-se pelo mundo gerando aumento de receita para os governos envolvidos (DENIS e MCCONNELL, 2003). Tal procedimento gera questionamento sobre os efeitos da privatização no desempenho da organização, e Megginson, Nash e Van Randenborgh (1994) relatam que, em média, as empresas privatizadas percebem um aumento na lucratividade, na eficiência e na força de trabalho empregada na empresa. LaPorta e Lopez-de-Silanes (1999) relatam um aumento significativo na lucratividade de empresas mexicanas que passaram por um processo de privatização, devido a demissões em massa e, conseqüentemente, diminuição com os custos de mão-de-obra. Os autores Claessens e Djankov (1998) pesquisaram empresas privatizadas no Leste Europeu e encontraram evidência de que muitas das empresas pesquisadas foram privatizadas em esquemas de privatização em massa, e concluíram que a privatização está associada com aumento de produtividade.

Como em outros aspectos da governança corporativa, as primeiras evidências externas aos Estados Unidos da América vêm da Inglaterra, Alemanha

e Japão. Na Inglaterra, a estrutura de propriedade é historicamente semelhante à dos Estados Unidos da América, com grande número de empresas de capital aberto. Na Alemanha a estrutura de capital é, historicamente, mais concentrada do que nos Estados Unidos da América e os bancos têm papel mais importante na governança, o que também é visto no Japão (DENIS e MCCONNELL, 2003). Alguns pesquisadores classificaram, segundo essa análise, economias centradas em mercado, como a Inglaterra e os Estados Unidos da América, e economias centradas em bancos, como a Alemanha e o Japão. No entanto, Prowse (1992, *apud* DENIS e MCCONNELL, 2003) indica que as instituições financeiras são os blocos investidores mais importantes no Japão, enquanto Franks e Mayer (2001) indicam que outras empresas, seguido por famílias, são os principais blocos investidores na Alemanha. Descobriu-se evidência de que, na Alemanha, apesar do número de suas ações não indicar o contrário, os bancos têm mais poder de voto, já que tomam decisões por investidores individuais. Portanto, pode-se dizer que as instituições financeiras têm controle significativo sobre as empresas, tanto no Japão quanto na Alemanha.

À medida que as pesquisas foram sendo expandidas para outros países, percebeu-se a estrutura de propriedade concentrada como sendo mais típica em outros países do mundo, diferente da estrutura difusa encontrada nos Estados Unidos da América e Inglaterra. Faccio e Lang (2002) investigaram esse assunto em empresas do leste Europeu e descobriram que as empresas listadas nas bolsas de valores ou têm estrutura de propriedade dispersa ou são de propriedade de famílias. Eles também evidenciaram que a estrutura dispersa é mais comum na Irlanda, enquanto a estrutura familiar é mais comum na Europa continental. No caso de Israel há evidências de grande concentração de propriedade, sendo que bancos e associações de investimentos são os blocos investidores externos mais importantes (BLASS, YAFEH e YOSHA, 1998).

Na China, Xu e Wang (1997, *apud* DENIS e MCCONNELL, 2003) documentaram alta concentração de propriedade dividida igualmente entre governo, instituições e indivíduos cidadãos chineses. Muitos estudos realizados fora dos Estados Unidos da América analisam a relação entre estrutura de propriedade de capital e desempenho da empresa. Kang e Shivdasani (1995)

descobriram que empresas japonesas com blocos de investidores têm desempenho pior do que as empresas sem blocos de investidores. Os pesquisadores Gorton e Schmid (2000) documentam que o desempenho da empresa está relacionado positivamente com concentração de propriedade de capital em empresas alemãs e Kaplan (1994) não encontrou relação entre estrutura de propriedade e contratação e demissão de gestores na Alemanha. A relação entre grandes acionistas e valor depende de quem é o acionista majoritário. Um estudo em empresas em oito países de economia emergente relata que, enquanto para a mostra de maneira geral a troca do Presidente é mais provável em empresas com desempenho fraco, não há relação significativa entre troca do Presidente e desempenho no subconjunto da amostra com grande número de investidores internos (GIBSON, 2003).

Os efeitos da estrutura de propriedade no valor de companhia têm sido objetos de estudo também fora dos Estados Unidos da América. Na Espanha, Miguel, Pindalo e de la Torre (2001) documentam uma relação não-linear similar entre propriedade interna e valor da companhia. No Reino Unido, Carline, Linn e Yadav (2002) descobriram que a propriedade gerencial tem um impacto positivo na melhoria do desempenho após fusões. Há menos evidência direta da relação entre propriedade gerencial interna e desempenho, em estudos de empresas diversificadas. Os autores Lins e Servaes (1999) mediram a relação entre propriedade concentrada nas mãos de investidores internos e valor de diversificação em empresas da Alemanha, Japão e Reino Unido. Eles acharam evidência de que, na Alemanha, proprietários internos têm um efeito positivo na diversificação, o que não ocorre nos dois outros países pesquisados por eles.

Pesquisando empresas em Singapura, Chen e Ho (2000, *apud* DENIS e MCCONNELL, 2003) documentaram que a diversificação tem um efeito negativo somente naquelas empresas com baixa propriedade gerencial. Esses resultados contrastam com os de Denis & Denis e Sarin (1997) que relatam que, nos Estados Unidos da América, as firmas com mais proprietários internos são menos prováveis de diversificar. Como mencionado anteriormente, alguns pesquisadores em governança dividem as economias em centradas em mercado e centradas em banco. Numerosos estudos analisam o impacto do envolvimento de bancos no

valor das empresas. As pesquisas de Morck, Nakamura e Shivdasani (2000) relatam que a relação entre propriedade de banco e desempenho da empresa, no Japão, é variável, sendo que a relação tende a ser mais positiva quanto maior for a propriedade.

Os autores Gorton e Schmid (2000) relatam que a relação positiva entre concentração de propriedade e valor da empresa é particularmente forte na Alemanha, quando os blocos de investidores são bancos, enquanto Xu e Wang (1997, *apud* DENIS e MCCONNELL, 2003) documentam uma relação positiva geral entre concentração de propriedade e lucratividade em empresas chinesas. Relação essa que é mais forte quando os blocos investidores principais são instituições financeiras do que quando o governo é o principal investidor. A pesquisa de Blass, Yafeh e Yosha (1998) relata que bancos são investidores significativos em Israel e concluem que os custos são maiores do que os benefícios conseguidos pelo papel importante dos bancos. Evidências vindas de todas as partes do mundo indicam que há variações nas relações entre estrutura de propriedade e desempenho financeiro das empresas, de país para país e conforme a identidade dos blocos de investidores.

De maneira geral, essas evidências sugerem que há uma relação mais significativa entre estrutura de propriedade e desempenho, em empresas que não são americanas. Pode-se dizer, também, que concentração de propriedade tem um efeito mais positivo no valor da empresa. A importância do papel dos bancos na governança dos países de forma geral é mais importante do que nos Estados Unidos da América, tendo em vista que os bancos americanos não têm permissão para ter papel de destaque nas empresas (DENIS e MCCONNELL, 2003).

Os acionistas controladores gozam de alguns benefícios já que podem incentivar o monitoramento dos gestores, bem como influenciar os mesmos, aumentando a lucratividade da firma e, conseqüentemente, o valor das ações. Esse é um benefício que atinge todos os acionistas. No entanto, Denis e McConnell (2003) afirmam que existem benefícios inerentes somente aos acionistas controladores, que geralmente têm um número desproporcional de ações com direito a voto. Outra forma de controle são as estruturas de pirâmide, onde uma empresa – ou acionista único ou bloco de acionistas – possui o controle

em uma segunda empresa, que possui controle em uma terceira empresa e assim sucessivamente, sendo o proprietário no topo da pirâmide o controlador efetivo de todas as empresas da pirâmide com um mínimo de investimento em cada empresa. Um terceiro tipo de controle pode ocorrer quando um grupo de empresas mantém posições interligadas de propriedade, apoiando-se mutuamente através de coalizões de votos.

Os três tipos de controle são evidentes em empresas nos Estados Unidos da América e em outros países do mundo (LEASE, MCCONNELL e MIKKELSON, 1983; DeANGELO e DeANGELO, 1985; RYDKVIST, 1987; ZINGALES, 1995; CLAESSENS, DJANKOW e LANG, 2000; FACCIO e LANG, 2002). Grupos estruturados de investidores são igualmente comuns em diversos países como, por exemplo: Japão, onde são denominados *keiretsu*, Coréia (*chaebols*) e na Rússia, onde são denominados grupos financeiros industriais. Também são comuns na Índia e na Itália (DENIS e MCCONNELL, 2003) e na África do Sul, onde Kantor (1998) relata a existência de cinco grandes grupos dominantes – três dos quais são controlados pelos fundadores ou por suas famílias. No entanto, há evidências de que tais práticas reduzem o valor de mercado das ações, sendo que Volpin (2002) relata que, na Itália, o impacto das trocas na alta gerência no desempenho das empresas é menor quando os acionistas controladores detêm menos de cinquenta por cento do capital.

Alguns autores (MEGGINSON, NASH e VAN RANDENBORGH, 1994, BOUBAKRI e COSSET, 1998, CLAESSENS e DJANKOV, 1998, LAPORTA e LOPEZ-DE-SILANES, 1999) relatam que, após a privatização, as empresas apresentam aumento no seu valor bem como na sua lucratividade, sendo que as empresas estatais têm um lucro significativamente menor do que as privadas. No entanto, Dewenter e Malatesta (2001) afirmam que maiores lucros não estão diretamente ligados à privatização, mas que há uma tendência de as empresas se tornarem lucrativas pouco antes do processo de privatização. Assim, eles consideram possível que os governos escolham privatizar empresas que passaram a gerar lucros. Por outro lado, Denis e McConnell (2003) concluem que há poucos estudos relacionando a identidade dos novos proprietários e a quantidade de ações que os mesmos adquiriram, sendo que Boubakri e Cosset (1998) relatam que

a melhoria no desempenho é maior quando os governos abdicam do poder de voto.

2.1.3 Mercado de Aquisições

Quando mecanismos internos falham há um incentivo para que grupos externos persigam o controle da empresa. Mudanças no controle acionário das empresas geralmente significam valorização das ações para os acionistas das empresas. A mera ameaça de mudança é um incentivo para que os gestores mantenham a empresa valorizada. Em contra partida, apesar de ser uma solução potencial para o problema de agência entre o gestor e o acionista, também pode ser uma manifestação desse problema. Gestores interessados em maximizar o tamanho de seus impérios podem desperdiçar recursos da companhia pagando um alto preço por aquisições ao invés de distribuir dividendos aos acionistas (DENIS e MCCONNELL, 2003).

A literatura existente sobre o mercado de aquisições indica que este é um importante mecanismo de governança e Holmstrom e Kaplan (2001) relatam em sua pesquisa que as empresas com baixo desempenho são as que têm maior probabilidade de serem alvo de aquisições e, conseqüentemente, seus gestores tem maior probabilidade de serem demitidos. Já Franks e Mayer (1996) analisaram o mercado de aquisições no Reino Unido e relatam que as empresas-alvo não parecem apresentar um desempenho ruim antes da aquisição, que são seguidas por um período de intensa troca de membros do conselho de administração e reestruturação da organização. No Reino Unido há uma melhora no desempenho das empresas logo após as fusões (CARLINE, LINN e YADAV, 2002) sendo que os gestores são mais suscetíveis às aquisições nesse país do que nos Estados Unidos da América, possivelmente por causa da inabilidade dos ingleses em estabelecer estratégias defensivas contra as aquisições (SHORT e KEASEY, 1999). De maneira geral, os dados pesquisados na Nova Zelândia (FIRTH, 1997), Alemanha (JENKINSON e LJUNQVIST, 1997), Holanda (KABIR, CANTRIJN e JEUNINK, 1997), Israel, (YAFEH e YOSHA, 1998) e China (Xu e Wang, 1997,

apud DENIS e MCCONNELL, 2003) são similares àqueles pesquisados nos Estados Unidos da América por Kaplan (1994), Franks e Mayer (2001) e Kobe (2001).

A aquisição é o mecanismo mais radical para disciplinar e substituir gestores e também o mais caro e trabalhoso, sendo raramente utilizado nos Estados Unidos da América e no Reino Unido e quase não utilizado em outros países. É considerada bem sucedida se o comprador consegue mais de 50% (cinquenta por cento) do capital votante e o controle efetivo da companhia, ganhando, assim, maioria no conselho de administração e podendo indicar o Presidente (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002). O autor Scharfstein (1988) testou a eficiência antes do fato – mecanismo efetivo para disciplinar – e diz que, mesmo que haja um ótimo contrato para resolver os problemas entre o financiador e o gerente, este é geralmente ineficiente. No entanto, esse mesmo autor relata que o monopólio de informações sobre as condições da empresa nas mãos do gestor responsável tende a diminuir, o que permite a substituição de gestores ineficientes com maior facilidade. As leis e medidas usadas para prevenir aquisições são vistas por alguns como sendo contra os interesses dos acionistas e são implementadas pelos gestores (GILSON, 1981 e EASTERBROOK & FISCHER, 1981). Os autores Becht, Bolton e Röell (2002) afirmam que pode ser uma arma para que a firma-alvo consiga melhores condições do interessado.

2.1.4 Sistema Legal e Regulatório

A razão para que haja a intervenção regulatória é que o poder dos fundadores ou acionistas em traçar e implementar documentos pode criar regras e procedimentos ineficientes, já que nem todas as partes estão envolvidas nas negociações. Um exemplo é criar políticas ou muito restritivas a aquisições hostis ou muito favoráveis a isso, dependendo do interesse dos acionistas. Quando há muitos acionistas com pouco interesse, fica mais difícil de controlar as ações dos gestores em termos de custos e decisões mais abrangentes do que os interesses

desses, sendo que o resultado é a transferência do poder de controle dos acionistas para os gestores (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002).

Há uma década atrás auditores e presidentes de companhias inglesas enfrentaram um grande colapso de confiabilidade e, a partir daí, surgiu um dos sistemas de governança corporativa mais coerentes do mundo. Foi solicitado a Sir Adrian Cadbury, ex-presidente do conselho de administração de uma empresa de tecelagem pertencente a sua família, que redigisse melhorias ao referido documento. Publicado em 1993, o Relatório Cadbury foi uma das primeiras tentativas de se desenvolver um código de conduta para empresas listadas na bolsa de valores na Inglaterra. Indo além das leis existentes até então, o código define diretrizes de boas práticas e transparência para evitar que práticas questionáveis tornem-se casos legais. O Relatório Cadbury serviu como base para a emissão do Código Combinado – *Combined Code* – uma diretriz que deve ser seguida pelas empresas listadas em bolsas de valores no Reino Unido. As empresas que não aquiescem ao Código devem apresentar justificativa Bolsa de Valores (TURNBULL, 1997).

Em 1998 foi publicado, no Reino Unido, o Relatório Final em Governança Corporativa, também conhecido como Relatório Hempel. Este recomenda, entre outras coisas, que os conselhos das empresas listadas incluam, em seus relatórios anuais, uma declaração de como foram aplicados os princípios gerais de governança corporativa, conforme constam no relatório, bem como uma justificativa no caso da não adesão. O Relatório Hempel sugere que, ao exigir uma explicação sobre o nível de adesão aos princípios da governança, os próprios acionistas podem julgar os méritos dos conselhos. O Comitê responsável pela publicação do Relatório produz um conjunto de princípios de boa governança corporativa que é enviado à Bolsa de Valores de Londres (PAGANO e VOLPIN, 2002).

Em 1996, nos Estados Unidos da América, foi fundada a NACD – *National Association of Corporate Directors* (Associação Nacional de Diretores de Empresa) – que é a principal agência de publicações e consultoria organizacional em liderança e única associação para conselheiros, diretores e candidatos a diretores. A NACD promove altos padrões profissionais para conselhos, cria fóruns de

debates para interação entre pares, aumenta a efetividade de diretores, ajusta políticas de interesses de presidentes, conduz pesquisas e educa conselhos e diretores no que concerne a assuntos tradicionais e inovadores. O comitê *Blues Ribbon* da NACD publica, desde o ano 2000, relatórios que tratam das melhores práticas de governança corporativa, principalmente no que diz respeito aos interesses de acionistas, do conselho e do presidente das companhias (ALLEN, 1998).

Em uma revisão sobre o sistema regulatório, Gessem (1993) reconhece o sistema legal como um mecanismo de governança corporativa, mas caracteriza-o como sendo um instrumento muito fraco para lidar efetivamente com os problemas de agência entre gestores e acionistas. Por outro lado, LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, e Vishny (1998) consideram o sistema legal como sendo de fundamental importância, pois argumentam que a extensão com que as leis de um país protegem os direitos dos investidores e a rigidez com que essas leis são aplicadas determina a forma como a governança corporativa evolui nesses países, além de ter potencial para explicar as inter-relações entre os mecanismos internos de governança corporativa, como o conselho de administração e a propriedade de patrimônio.

Como já comentado anteriormente, a forma como as leis de um país protegem os investidores, bem como a forma como essas leis são reforçadas, são fundamentais para diagnosticar a evolução da governança corporativa no país (LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, e VISHNY, 1998). Em países como Estados Unidos da América e Reino Unido as leis provêm um alto grau de proteção aos investidores, enquanto em países como a França, por exemplo, há um menor grau de proteção (WURGLER, 2000). A pesquisa de LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, e Vishny (2000) relata que uma melhor proteção legal leva os investidores a esperar menores taxas de retorno, sendo que as empresas têm mais interesse em utilizar capital financeiro externo, tendo em vista as baixas taxas de juros. O desenvolvimento do sistema legal de um país vaticina o acesso das empresas ao capital financeiro internacional (DEMIRGUC-KUNT e MAKSIMOVIC, 2002) e afeta a forma como o mercado econômico responde às adversidades (JOHNSON, BOONE, BREACH e FRIEDMAN, 2000).

Aquelas empresas que não estão listadas nas bolsas de valores de seus países não têm acesso ao mercado – e ao capital – internacional, o que as faz estarem mais sujeitas às restrições impostas pelos seus mercados domésticos (GIANNETTI, 2003). Já a falta de leis de proteção aos investidores força os investidores internos a ter maiores frações de patrimônio, o que aumenta o risco e, conseqüentemente, o custo marginal de capital (HIMMELBERG, HUBBARD e LOVE, 2002). Os problemas de agência também são afetados pelo sistema regulatório dos países. Quanto maior for a proteção legal, menor assimetria há entre as informações e menores são os problemas de agência (DENIS e MCCONNELL, 2003).

O delineamento da governança é afetado pela relação entre a proteção ao investidor e os sistemas financeiros em outros aspectos além dos supracitados. Os autores John e Kedia (2002) desenvolveram um modelo que indica que sistemas de governança ótimos são, em parte, função do grau de desenvolvimento das instituições e mercados financeiros. As pesquisas sobre governança corporativa analisadas nesta dissertação estabelecem que a propriedade de capital tende a ser mais concentrada na maioria dos países do mundo do que o é nos Estados Unidos da América, sendo que essa concentração tende a ter um efeito positivo no valor da empresa (DENIS e MCCONNELL, 2003).

A concentração de propriedade tende a ser uma resposta racional e valiosa aos sistemas que não protegem os investidores minoritários. No entanto essa concentração de capital pode gerar custos para a organização por causa dos potenciais conflitos de agência entre os grandes acionistas e os investidores minoritários (LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, e VISHNY, 1998).

A revisão da literatura sobre governança internacional apresenta os sistemas dos Estados Unidos da América e Reino Unido – modelo Anglo-Saxão, centrados em mercado – e da Alemanha e Japão – modelo Nipo-Germânico, centrados em bancos – como sistemas que têm uma combinação apropriada de proteção legal aos investidores e alguma forma de concentração de propriedade de capital. Nos Estados Unidos da América e no Reino Unido o equilíbrio acontece através de uma forte proteção aos investidores enquanto no Japão e Alemanha essa proteção é menor, mas a concentração de capital é mais forte. A seguir é

apresentado um resumo comparativo do referencial teórico dos Estados Unidos da América, Reino Unido, Alemanha e Japão, apresentado acima, comparando o Conselho de Administração, a Estrutura de Propriedade de Capital – componentes da dimensão interna da governança corporativa –, o Mercado de Aquisições e o Sistema legal e Regulatório – componentes da dimensão externa – nesses países.

As funções do conselho de administração dos Estados Unidos da América e do Reino Unido são focadas, principalmente, no retorno aos acionistas enquanto na Alemanha essa não é a principal preocupação dos conselhos. Já quanto à composição, parece haver uma tendência de se manter separadas as cadeiras de Presidente do Conselho e a de Presidente da Companhia, sendo que no Reino Unido esta prática é obrigatória para as empresas listadas, enquanto nos Estados Unidos da América, apesar de não ser obrigatório, é prática comum em empresas listadas. Percebe-se para estes países uma tendência de indicar membros externos para compor o conselho como mecanismo de governança corporativa interna. O Quadro 2 a seguir apresenta uma síntese sobre a função e a composição dos conselhos de administração para a Alemanha, Estados Unidos da América, Japão e Reino Unido.

QUADRO 2 – CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Mecanismos		Alemanha	Estados Unidos	Japão	Reino Unido
Conselho de Administração	Funções	- maximização da riqueza dos acionistas não é sua motivação principal; - papel não prescrito em lei;	- especialmente focado nos interesses dos acionistas; - determinar a estrutura e o nível de remuneração dos altos executivos;		- focados nos ganhos dos acionistas;
	Composição	- conselhos divididos em duas camadas obrigatórias - Conselho Executivo e Conselho Fiscal com representação dos empregados; - necessidade de uma composição apropriada do conselho para a boa governança corporativa;	- a composição unitária e influenciada pelos gestores; - permite que o CEO / Presidente da companhia seja também o Presidente do Conselho; - tamanho do conselho de administração é inversamente proporcional ao desempenho geral da empresa e à qualidade das decisões;	- indicação de membros externos é mais favorável em empresas que possuem grande volume de empréstimos bancários, concentrações de acionistas e membros em um grupo corporativo;	- conselhos de administração unitários; - proíbe que a cadeira de presidente do conselho de administração seja ocupada pelo presidente da empresa; - número mínimo de pelo menos três conselheiros externos;

Fonte: elaborado pela autora

O próximo Quadro 3 apresenta as diferenças na estrutura de propriedade do capital, que tende a ser mais concentrada para a Alemanha e o Japão, ambas

centradas em bancos, e mais dispersa para os Estados da América e o Reino Unido, ambas centradas em mercado.

QUADRO 3 – ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DO CAPITAL

Mecanismos	Alemanha	Estados Unidos	Japão	Reino Unido
Estrutura de Propriedade do Capital	<ul style="list-style-type: none"> - concentrada em bancos como grandes blocos de investidores; - centrada em bancos, direta ou indiretamente; - mercado para controle corporativo pouco significativo; - outras empresas e famílias como principais investidores 	<ul style="list-style-type: none"> - dispersa com muitos acionistas com poucas ações; centrada em mercado; - baixa propriedade de bancos e mercado ativo para controle corporativo; - grande número de empresas de capital aberto 	<ul style="list-style-type: none"> - concentrada em bancos como grandes blocos de investidores; - centrada em bancos, direta ou indiretamente; - mercado para controle corporativo pouco significativo; - bancos como principais investidores 	<ul style="list-style-type: none"> - dispersa com muitos acionistas com poucas ações; centrada em mercado; - baixa propriedade de bancos e mercado ativo para controle corporativo; - grande número de empresas de capital aberto

Fonte: elaborado pela autora

Os mecanismos internos mercado de aquisições e sistema legal e regulatório estão resumidos no Quadro 4 a seguir. O primeiro relatório com recomendações sobre governança corporativa foi o Relatório Cadbury cuja primeira versão foi publicada em 1993 no Reino Unido. Em 1997 os Estados Unidos publicaram a primeira versão do código da Associação Nacional de Diretores de Empresa em 1997. A primeira versão do Relatório Hempel, que também faz recomendações sobre governança corporativa para empresas listadas no Reino Unido, foi publicada em 1998.

QUADRO 4 – MERCADO DE AQUISIÇÕES E SISTEMA LEGAL E REGULATÓRIO

Mecanismos	Alemanha	Estados Unidos	Japão	Reino Unido
Mercado de Aquisições	<ul style="list-style-type: none"> - as empresas-alvo apresentam desempenho ruim antes da aquisição, seguidas por um período de intensa troca de gestores; - habilidade em estabelecer estratégias defensivas contra as aquisições 	<ul style="list-style-type: none"> - as empresas-alvo apresentam desempenho ruim antes da aquisição, seguidas por um período de intensa troca de gestores; - habilidade em estabelecer estratégias defensivas contra as aquisições 		<ul style="list-style-type: none"> - as empresas-alvo não apresentam desempenho ruim antes da aquisição, que são seguidas por um período de intensa troca de membros do conselho de administração e reestruturação da organização; - melhora no desempenho das empresas logo após as fusões; - inabilidade em estabelecer estratégias defensivas contra as aquisições

QUADRO 4 – MERCADO DE AQUISIÇÕES E SISTEMA LEGAL E REGULATÓRIO (cont.)

Mecanismos	Alemanha	Estados Unidos	Japão	Reino Unido
Sistema Legal e Regulatório	- combinação apropriada de proteção legal aos investidores e alguma forma de concentração de propriedade de capital focado em bancos; - forte concentração de capital	- publicação da primeira versão do código da Associação Nacional de Diretores de Empresa; <i>National Association of Corporate Directors</i> (NACD) / 1997; - menor assimetria entre as informações e menores problemas de agência; - combinação apropriada de proteção legal aos investidores e alguma forma de concentração de propriedade de capital;	- combinação apropriada de proteção legal aos investidores e alguma forma de concentração de propriedade de capital focado em bancos; - forte concentração de capital	- publicação da primeira versão do Relatório Cadbury em 1993 e do Relatório Hempel em 1998; - alto grau de proteção aos investidores; - menor assimetria entre as informações e menores problemas de agência; - combinação apropriada de proteção legal aos investidores e alguma forma de concentração de propriedade de capital focado em mercado;

Fonte: elaborado pela autora

Os outros países aqui citados – Áustria, Bélgica, China, Espanha, Finlândia, Irlanda, Israel, Nova Zelândia, Rússia e Suíça – não têm os mesmos níveis de proteção legal percebidos nos Estados Unidos da América, Reino Unido, Alemanha e Japão, sendo apresentado no apêndice 1 o quadro resumo da teoria apresentada para estes países. Parece haver um consenso entre os autores citados nesse capítulo de que a evolução em direção a sistemas de proteção legal aos investidores mais fortes, em muitos países, levará a sistemas de governança corporativa melhorados trazendo, também, um maior desenvolvimento econômico. No entanto, tende a ser necessário que haja mudanças que dependem de questões políticas, o que pode dificultar esse processo em muitos países, trazendo a necessidade de uma convergência funcional, que tende a ser o esforço de investidores individuais e de empresas em adaptar caminhos para criar sistemas de governança mais fortalecidos, apesar da falta de estrutura legal apropriada.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Poucas são as pesquisas sobre governança corporativa feitas em países com economias emergentes (DENIS e MCCONNELL, 2003), incluindo o Brasil. Este fato não necessariamente significa dizer que o Brasil não está preocupado

com a governança corporativa nas empresas. Apesar de serem poucos os dados encontrados que clarificam a posição das empresas com relação a este tema, bem como dados que viabilizem determinar de que forma o desempenho das organizações é afetado por isso, pode-se dizer que há uma preocupação com o assunto se forem consideradas as iniciativas legais: a emissão do Código de Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e a criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. Tal preocupação parece ter se intensificado na década de 90 durante e, principalmente, após o período de privatizações pelo qual o país passou. Este é o ponto de inicial do estudo da governança corporativa no Brasil.

2.2.1 Processo de Privatização no Brasil

Estudar a reforma do Estado Brasileiro não é tarefa fácil nem, tampouco, esgotar o assunto é meta desse trabalho. Na verdade, alguns enfoques sinalizam as mudanças nos últimos anos, sobretudo a reforma patrimonial, em sua vertente de privatizações. Tal reforma é fruto e, ao mesmo tempo, condicionante, de importantes transformações na gestão pública brasileira, induzindo novos padrões de eficiência, transparência e equilíbrio fiscal. Todas essas vertentes assentaram bases para a retomada do desenvolvimento econômico no Brasil. Antes, porém, da análise desse fenômeno, cumpre discutir quais as razões e os fatores que levaram à necessidade de reformar o Estado Brasileiro (NÓBREGA e FIGUEIREDO, 2003).

O processo de privatização no Brasil, na última década do final do século passado, tornou-se um fenômeno irreversível atingindo de forma radical as estruturas e modalidades de gestão dos serviços públicos. Em um cenário político e institucional marcado por amplo processo de reestruturação, reduz-se o papel do Estado provedor, passando a ser reforçada a sua função reguladora (FADUL, 2002).

Para que se possam analisar as raízes das mudanças ocorridas na Administração Pública na última década, deve-se estudar a crise fiscal do estado

brasileiro. A segunda metade da década de 80 foi caracterizada pela emissão consecutiva de planos econômicos heterodoxos que prometiam, com um receituário pouco agressivo (FADUL, 2002), reduzir a inflação e garantir o crescimento econômico, tanto que Giambiagi e Rigolon (1999) observam que os anos 80 foi um período de fraco desempenho econômico.

No período de 1981 a 1989, o PIB per capita subiu 0,3% ao ano, o déficit público operacional ficou na média em 5,1% do PIB, a inflação aumentou de 95% para 1.783%, enquanto os investimentos caíram de 21% do PIB no período de 1980 a 1982, para 17,1% do PIB no período de 1987 a 1989. Aliado a isso, os investimentos estrangeiros diretos no país não eram freqüentes (GIAMBIAGI e RIGOLON, 1999). O Plano Cruzado, instituído em 1986, promoveu um congelamento de preços, derrubou momentaneamente a inflação e possibilitou um ganho imediato de renda. No entanto, tais medidas heterodoxas tiveram efeito apenas profilático, porque desarrumaram completamente o sistema de preços e levaram a uma crise cambial que rapidamente consumiu as reservas econômicas do país. Além disso, serviram de lastro para que o Governo do Presidente José Sarney (1985-1990) sucumbisse a medidas populistas para promover ampla vitória eleitoral do partido governista (PMDB) naquele mesmo ano. Tal cenário levou o país a uma desintegração fiscal e a uma crise de governabilidade (NÓBREGA e FIGUEIREDO, 2003).

O Governo Sarney tentou reverter o quadro através de outros planos econômicos – Plano Bresser e Plano Verão – que, ao não mais contarem com irrestrito apoio da população, nada mais fizeram do que conduzir uma política econômica que visava impedir a insolvência do Estado e o total descontrole da inflação. O último Ministro da Fazenda do Governo Sarney, Mailson da Nóbrega, promoveu uma política intitulada “feijão com arroz”, que significava a utilização de instrumentos fiscais ortodoxos para gerir a política econômica (CASTRO, 1997).

No final dos anos 80, o Brasil estava imerso em uma profunda crise e extremamente suscetível a promessas que pudessem reconduzir-nos a uma trajetória de crescimento econômico. Ainda na década de 80, começaram a refluir idéias liberalizantes, cujas políticas mais contundentes foram as do Presidente Ronald Reagan, nos Estados Unidos, e da Primeira-Ministra Margareth Thatcher,

na Inglaterra. Esses governantes resgataram, em forma de política econômica, as idéias ditas “liberais” dos economistas clássicos dos séculos XVIII e XIX, que defendiam a não-intervenção do Estado e a máxima *laissez faire, laisser passer*, segundo a qual a economia deveria submeter-se às livres forças de mercado e que tal postura inevitavelmente levaria ao equilíbrio e ao crescimento econômico (BOUBAKRI, COSSET e GUEDHAMI, 2001)

No ano de 1989 aconteceu o colapso das economias socialistas planificadas, o que levou à convicção de que a diminuição do papel do Estado na economia e no favorecimento das livres forças de mercado poderia conduzir ao crescimento econômico e à justiça social (NÓBREGA e FIGUEIREDO, 2003). O autor Abrúcio (1999) caracteriza esse fenômeno da seguinte forma:

“(...) O Estado contemporâneo vinha perdendo seu poder de ação, especialmente se levarmos em conta os problemas de ‘governabilidade’ (governos sobrecarregados) e os efeitos da globalização.”

Portanto, surgia, naquele momento, não só um Estado com menos recursos, mas um Estado nacional com menos poder. Para enfrentar essa situação, o aparato governamental precisava ser mais ágil e mais flexível, tanto em sua dinâmica interna como em sua capacidade de adaptação às mudanças externas. Propunha-se, assim, a construção de uma nova burocracia. O ímpeto reformista levou à Presidência da República o governador Fernando Collor de Mello, que colocou no seu Governo a pauta da abertura comercial, da modernização da economia e da reforma do Estado Brasileiro. Embora o Governo Collor tenha entrado para história pela corrupção desenfreada e por Collor ter sido o primeiro presidente brasileiro afastado em um processo de *impeachment*, não há dúvida de que esse Governo inseriu na agenda política brasileira o caráter de reformas liberalizantes (BARRETO, 2004). Essas reformas deveriam abranger um amplo espectro, que passaria pela reforma da política comercial, pela reforma política e pela reforma da Administração Pública (NÓBREGA e FIGUEIREDO, 2003).

No que se refere à Administração Pública, o Presidente fora eleito com a imagem de “Caçador de Marajás”, ou seja, pela busca e punição dos servidores, sobretudo estaduais e municipais, que consumiam dos cofres públicos vultosos recursos em regiões pobres, desassistidas de serviços públicos, onde o fisiologismo político aumentava. Com base numa concepção maniqueísta de Estado – servidor-marajá; estado-ineficiência – é que a reforma do Estado no Governo Collor foi promovida. Segundo Nóbrega e Figueiredo (2003) o resultado foi a perseguição a servidores, o fechamento ou sucateamento de órgãos públicos e o desmantelamento da máquina pública.

O Governo Itamar Franco sucedeu o Presidente Collor e visou garantir a governabilidade até as eleições presidenciais de 1994, além, é claro, de ter instituído o mais bem sucedido programa de estabilização monetária do país: o Plano Real. Este plano, conduzido pelo então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, ousou ao trocar toda a base monetária com a criação de uma nova moeda – o real – e, a partir daí, estabelecer a paridade cambial com o dólar, ao “ancorar” o modelo a essa paridade externa. O sucesso, em termos de combate à inflação, foi notável, com a diminuição sustentável dos índices. A partir daí, houve a vitória de Fernando Henrique Cardoso na eleição presidencial, tendo o real como seu grande trunfo eleitoral. Assim, amparado por uma legitimidade advinda das urnas e mantendo boa convivência com o Congresso Nacional, ele estabeleceu uma agenda positiva que correspondia a um grande leque de reformas constitucionais que passava pela quebra de monopólios, abertura da economia, mudanças na Administração Pública e na previdência social. É bom lembrar mais uma vez que o Presidente Collor colocou na agenda política brasileira o ideário reformista que foi depois implementado por Itamar Franco e sistematizado e operacionalizado pelo Governo Fernando Henrique Cardoso (ABRÚCIO, 1999).

No entanto, algumas dessas reformas obtiveram enorme repercussão, especialmente a reforma administrativa e a previdenciária. Conduzidas através de uma longa discussão no âmbito do Governo e no Congresso Nacional, essas reformas foram aprovadas como as Emendas Constitucionais no. 19 e no. 20 e trouxeram inovações à Administração Pública brasileira, sobretudo no que diz respeito aos servidores públicos. No entanto, foram implementadas outras

reformas à margem das reformas constitucionais, demonstrando um claro indicativo da trajetória do Estado Brasileiro nos últimos anos. Tais reformas possibilitaram as privatizações (NÓBREGA e FIGUEIREDO, 2003).

Não são poucas as conceituações do termo privatização. No início da década de 80, o conceito de privatização importava em redefinir o âmbito próprio do Estado, mudar as antigas fronteiras mediante uma revitalização das liberdades econômicas dos indivíduos. Assim, em linhas gerais, a privatização visa reduzir ou mudar a intervenção operada por este próprio Estado, em favor do setor privado da economia (LIMA, 1997). Existem muitas formas diferentes de alcançar esse objetivo e cada uma delas será mais adequada, considerando-se fatores pertinentes à realidade de uma determinada economia. Assim, Lima (1997) elenca diversas acepções que a palavra privatização pode apresentar: a) transferência total ou parcial da propriedade de empresas ou bens públicos para a iniciativa privada – conceito restrito de privatização; b) concessão à iniciativa privada, mediante contrato, da gestão de empresas públicas ou de serviços públicos – conceito de privatização mais amplo; c) designa a sub-contratação de serviços à iniciativa privada – terceirização por meio da qual uma série de serviços é executada pela iniciativa privada; d) transferência à iniciativa privada de setores explorados pelo setor público, em regime de monopólio; e) desregulação, que significa que o Estado, por uma série de motivos, deixa de regular um determinado setor econômico.

Portanto, percebe-se aqui que a privatização é um conceito, ou um processo, aberto que pode assumir diferentes formas, sempre com o objetivo de diminuição do tamanho do Estado, buscando fortalecer os modos de gestão implementados na iniciativa privada. Para fins dessa dissertação adotou-se o conceito de privatização como a transferência total ou parcial dos direitos de propriedade de uma empresa pública para o setor privado.

No entanto, para entendermos o processo de privatização, temos que analisar o papel desempenhado pelo Estado Brasileiro nos últimos quarenta anos, período este em que o Brasil passou de uma economia um pouco mais do que agrária para um parque industrial diversificado e complementar (NÓBREGA e FIGUEIREDO, 2003).

A história econômica e política do país no século passado consagrou um modelo de intervenção direta do Estado sobre a economia. Na política industrial e na prestação de serviços públicos, o Estado tinha de estar presente em todas as etapas, da definição de leis à operação dos serviços, ou seja, na regulação e na operação. Esse modelo funcionou em alguns momentos da história. Depois, vieram a impossibilidade da atuação do Estado ficar ao largo das interferências políticas, em ambiente democrático, e a complexidade cada vez maior do mundo moderno, tirando a eficácia das ações centralizadas (CASTRO, 1997). Além disso, o modelo de substituição de importações chegou a seu esgotamento, lastreado por uma conjuntura internacional desfavorável. Este modo de esgotamento da dinâmica nacional provocou tentativas de modernização e abertura comercial que advieram desde então (PEGO FILHO, LIMA e PEREIRA, 1999). No novo modelo o Estado atua como agente regulador, definindo normas, induzindo as ações do setor privado e fiscalizando sua implementação.

As razões que levaram o Governo do Brasil a adotar esta estratégia de liberação ao capital privado de empresas que antes faziam parte do seu patrimônio são, em sua maioria, de ordem econômica e política (NÓBREGA e FIGUEIREDO, 2003). Os muitos programas de privatização, implementados em todo o mundo nos últimos anos, tiveram como motivações principais o aumento da eficiência econômica e colaboração para o ajuste das contas públicas. De forma geral, a experiência tem mostrado que a motivação fiscal tem prevalecido na prática, com a privatização sendo usualmente adotada por Governos com dificuldade de fechar suas contas. No entanto, a busca por maior eficiência efetivamente justifica, do ponto de vista teórico, a implementação de programas de desestatização. Isto porque, enquanto os ganhos fiscais da privatização são, em larga medida, transitórios, o aumento de eficiência permite um aumento permanente na renda (BOUBAKRI, COSSET E GUEDHAMI, 2001).

A adequação do país à nova ordem econômica mundial, onde o liberalismo – sobretudo nos mercados financeiros – atinge dimensão jamais vistas, foi uma opção política de inserção do Brasil nos blocos econômicos e a leitura política é de que a privatização vai livrar o Estado de setores onde atua de forma ineficiente. Um programa de privatizações pode, em certa medida, ser um sinalizador para a

comunidade internacional das intenções do país e possibilitar uma maior proteção contra reveses internacionais (NÓBREGA e FIGUEIREDO, 2003).

Para Castro (1997) outro fator que influenciou a decisão brasileira com relação à privatização foi o social. A razão social destas políticas refere-se à idéia de que o Estado, ao livrar-se de setores considerados dispensáveis da presença estatal, poderá gastar os recursos do orçamento para assistir, de maneira mais eficiente, setores considerados de grande importância social, como saúde, educação e transportes. Para Abrúcio (1999) são diversos os fatores outros que levam os governos a adotar estas políticas.

Como o fenômeno no Brasil é bastante recente, salvo privatizações de menor importância na década de 80, parece ter ficado clara, então, a necessidade de encontrarmos mecanismos eficazes de fiscalização para coibir abusos. Esta fiscalização prescinde da devida transparência em todas as fases destes processos de privatização, tendendo a requerer mecanismos de governança corporativa mais ágeis e eficientes.

2.2.2 Primeiros Movimentos no Brasil

Apesar do fenômeno da privatização descrito anteriormente ter impulsionado a questão da governança corporativa no Brasil, chamando a atenção das empresas o que, conseqüentemente, levou ao crescimento do movimento em torno do assunto, os primeiros movimentos que atestam a preocupação das empresas com a governança apareceram na década de 60 com a criação dos Conselhos de empresas como Odebrecht e Monteiro Aranha. Já nos anos 70 apareceram os primeiros conselhos com autonomia, que dividiam claramente o poder dos acionistas e dos gestores das organizações. Em 1976 foi promulgada a Lei 6.404, que ficou imediatamente conhecida como a Lei das Sociedades Anônimas – Lei das S.A. –, medida que tornou legal a atuação dos conselhos, estruturando-os e dando-lhes funções. Na década de 80 surgiram os Fundos de Pensão e os Fundos de Investimentos, e intensificou-se a atuação da Bolsa de

Valores de São Paulo – BOVESPA – e da Bolsa de Valores do Rio. Com isso intensificou-se, também, a atuação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (LODI, 2000).

Nos anos 90 percebeu-se a ampliação do poder dos conselhos, a presença de um forte mercado de investidores institucionais, a crescente presença de capital estrangeiro e a onda de privatização que chegou ao Brasil conforme descrito no item anterior. Os anos 90 trouxeram o aprendizado da transparência através de um processo penoso e caro de escândalos e fraudes no relacionamento das Auditorias Independentes com os bancos que estavam sob intervenção (LODI, 2000). O Quadro 5, a seguir, apresenta a evolução da governança corporativa nos últimos anos, adaptado de Lodi (2000), onde são apontados alguns fatores da evolução do assunto.

QUADRO 5 – CINQUENTA ANOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Período	Evolução da Governança Corporativa
Décadas de 1950 e 1960	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Presença forte do acionista controlador familiar; ✓ Conselheiros são enfeites na árvore de natal da empresa; ✓ Conselhos usados como instrumentos de lobby; ✓ Procura de “Medalhões” tornando os conselhos pouco atuantes; ✓ Conselheiros não estão a par de negócios do acionista gestor.
Década de 1970	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Surgem grandes conselhos brasileiros: Alpargatas, Monteiro Aranha, Docas, Mappin; ✓ Sinais de independência do conselho; ✓ Maiores poderes (<i>empowerment</i>); ✓ 1976 – Primeira Lei das S.A., nº. 6.404, fixando competências do conselho de administração.
Década de 1980	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Mercado para controle corporativo; ✓ Abertura de capital, fundos de pensão, fundos de investimento, participação de bancos; ✓ Valorização do acionista (<i>Shareholder enhancement</i>); ✓ Mercado de capitais muito pequeno, apenas 80 empresas com liquidez.
Década de 1990	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Poderes maiores para os conselhos; ✓ Grandes escândalos envolvendo pareceres de auditorias externas nos Bancos ajudam a esclarecer o papel dos auditores; ✓ Privatizações, globalização, fusões e aquisições.
1992-1993	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Troca de famosos presidentes por pressão do conselho.
1993	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Publicado o Relatório Cadbury.

QUADRO 5 – CINQUENTA ANOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (cont.)

Período	Evolução da Governança Corporativa
1994	✓ A General Motors publica suas Diretrizes para a Governança Corporativa;
1995	✓ Fundação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)
1996	✓ Publicado o Relatório NACD.
1997	✓ Publicado o Relatório Hempel; ✓ Publicação da nova Lei das S.A., nº. 9.457, mantém as atribuições do conselho e aumenta o poder da CVM para fiscalizar.
1999	✓ Publicado o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC.
2002	✓ Publicada a Cartilha da CVM sobre Governança Corporativa
2004	✓ Publicação da versão atualizada do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC.

FONTE: adaptado de LODI, 2000 p. 26.

No Brasil, em 1998, existiam cerca de 900 (novecentas) empresas de capital aberto (LODI, 2000) enquanto nos Estados Unidos da América existiam 14 mil (DENIS E MCCONNELL, 2003). Lodi (2000) também atesta que muitas empresas de capital fechado, e as limitadas, têm conselhos de administração e conselhos fiscais, apesar de não terem sido encontradas estatísticas precisas sobre esse número. O autor também coloca que as empresas estrangeiras, quando se associam às nacionais, preferem o tipo jurídico das limitadas, com Acordo de Acionistas, sendo que aquelas que não têm sócios minoritários no Brasil tendem a voltar a ser limitadas. O mesmo autor coloca que o conselho de administração só é obrigatório nas empresas de capital aberto, que também são as únicas obrigadas a manter transparência nas suas informações ao mercado. Essa falta de transparência dificulta a análise de situações de risco ou de mau desempenho, o que pode ser prejudicial às empresas que buscam investimentos externos (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC – lançou a versão atualizada do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa em 2004, estabelecendo os objetivos da governança corporativa no Brasil, suas diretrizes, as diretrizes do conselho de administração e o papel da ética nas empresas. Segundo o código:

“Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades⁵ são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas / Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.”

O Código versa sobre os objetivos da governança, destacando entre esses a valorização da companhia, melhora do seu desempenho, facilidade de acesso ao capital e longevidade da organização. Ele também estabelece os princípios da boa governança como sendo transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Por transparência eles entendem o “desejo de informar” de maneiras eficientes, espontâneas e diretas, não somente sobre o desempenho econômico-financeiro, mas sobre demais fatores que permeiam a organização e contribuem para a criação de valor (IBGC, 2004).

Para o IBGC (2004) equidade é o tratamento igualitário de todos os *stakeholders* minoritários, inclusive o grupo de capital. Além disso, as Melhores Práticas definem que “os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu” sendo integralmente responsáveis pelas mesmas. Além disso, os conselheiros e gestores precisam possuir visão de longo prazo e de sustentabilidade da organização, não negligenciando fatores de caráter social, criando riqueza e empregos, além de estimular o desenvolvimento científico.

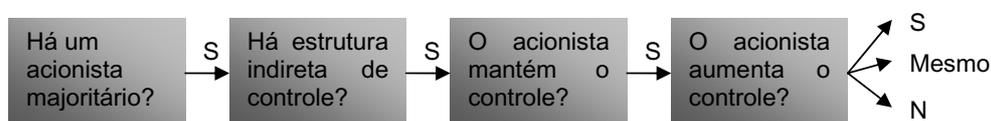
Quanto à estrutura de capital nas empresas brasileiras, pouca pesquisa foi feita sobre o assunto, mas percebe-se, como já citado anteriormente, que a partir da década de 1990 houve um retorno do capital estrangeiro para as empresas nacionais (LODI, 2000). Os autores Valadares e Leal (2000) documentam que há uma grande concentração de propriedade nas empresas brasileiras, com a maioria dos blocos de acionistas sendo grandes corporações ou investidores individuais e sendo os grupos de investidores bastante comuns no Brasil (DENIS e MCCONNELL, 2003).

O autor André Carvalhal (2002) fez uma pesquisa com 225 empresas brasileiras de capital aberto dividindo as empresas em dois grupos: firmas com

⁵ Nesse caso, entende-se por sociedades as organizações sociais empresarias de tipo jurídico limitada ou sociedade anônima de capital aberto ou fechado, com ou sem fins lucrativos.

acionista majoritário, onde o controlador tem pelo menos 50% do capital votante, e firmas sem acionista majoritário. A segunda separação que o autor fez foi se existe ou não uma estrutura indireta de controle, que a literatura denomina de pirâmide, onde o acionista pode ou não manter o controle no último degrau da pirâmide, ou seja, ele pode ou não deter 50% em cada degrau da estrutura indireta. No caso de ele não manter o controle, são empresas com acionista majoritário, com estrutura de pirâmide, em que o acionista não mantém o controle no final da cadeia. Se ele mantiver o controle, podem acontecer três casos específicos: (1) ele pode usar uma estrutura de pirâmide para aumentar sua participação, e no final da cadeia ele terá mais controle do que na estrutura direta; (2) manter a mesma participação e (3) diminuir sua participação total na empresa. Para este autor existem, portanto, seis grupos de controle e, em cada um deles, há uma estrutura de controle direta, indireta e é avaliado se existe diferença entre esses grupos, em termos de controle e propriedade. A Figura 1 a seguir ilustra o processo descrito por Carvalho (2002).

FIGURA 1 – GRUPOS DE CONTROLE



FONTE: Carvalho, 2002, p. 48

Os resultados da pesquisa de Carvalho (2002) apresentam um elevado grau de concentração de capital votante e, mesmo nos casos em que não há acionista controlador, o maior acionista detém participação significativa dos direitos sobre voto. Para o autor é possível observar uma diferença significativa entre participação no capital votante e no capital total por parte dos grandes acionistas. Ele conclui, ainda, que a utilização de pirâmides como um mecanismo para a manutenção de controle não é muito comum, pois os acionistas brasileiros investem, em média, muito mais do que o mínimo necessário para manter o

controle nas suas companhias. Vale ressaltar que a pesquisa de Carvalho (2002) refere-se a empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no ano de 1998.

O sistema legal e regulatório do Brasil conta com a Lei das Sociedades Anônimas de 1976 – Lei 6.404 – e a nova Lei das Sociedades Anônimas – Lei 99.457. Ambas estabelecem o papel dos conselhos, a formação de estrutura do capital das empresas de capital aberto (LODI, 2000, IBGC, 2004, Lei das S.A. nº. 6.404 de 1976 e Nova Lei das S.A. nº. 9.457 de 1997) bem como outros aspectos que tendem a tornar a legislação brasileira fortemente protecionista (LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, e VISHNY, 1998), apesar de não parecer haver uma preocupação com os problemas de agência advindos dos conflitos entre acionistas e gestores.

2.2.3 Governança Corporativa e a Bolsa de Valores de São Paulo

Na teoria econômica tradicional, a governança corporativa surge para procurar superar o conflito de agência, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O principal, titular da propriedade, delega ao agente o poder de decisão sobre dita propriedade. A partir de então surgem os conflitos, pois os interesses de um nem sempre estão alinhados com os interesses de outro. Sob essa perspectiva, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes que garantam que o comportamento dos executivos esteja alinhado com os interesses dos acionistas (DENIS e MCCONNELL, 2003).

A boa governança corporativa proporciona aos acionistas a gestão estratégica de sua empresa e a efetiva monitoração dos executivos. As ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são: o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal. A empresa que adota as melhores práticas de governança corporativa passa a ter como princípio a transparência, a prestação de contas e a equidade (IBGC, 2004).

O crescimento dos mercados de capitais, resultante da liberalização dos investimentos em portfólio nos países desenvolvidos e emergentes, ampliou o

debate sobre governança corporativa, passando a contemplar a forma como os interesses dos investidores institucionais são de representados nos diversos mercados onde atuam. Organizações multilaterais como a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) passaram a incorporar essa preocupação nas suas políticas de investimento.

No Brasil, boa parte das empresas de capital aberto vem se esforçando para oferecer aos seus investidores melhorias nas práticas de governança corporativa, bem como nos níveis de transparência. No entanto, tais mudanças têm sido adotadas com pouca visibilidade das empresas, pois os resultados de tais esforços são individuais. Justamente para dar maior destaque aos esforços das empresas na melhoria de suas relações com os investidores, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) instituiu os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Essa medida visa, também, elevar o potencial de valorização dos seus ativos (BOVESPA, 2004).

A BOVESPA define um conjunto de normas de conduta consideradas importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela empresa, que são aplicáveis para empresas, administradores e controladores. A adesão aos níveis de governança distingue as companhias como Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de comprometimento assumidos pelas empresas. As companhias Nível 1 se comprometem em melhorar a prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As companhias Nível 2, além de aderir às obrigações do Nível 1, devem adotar um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Tais obrigações devem também ser aceitas pelos acionistas controladores (BOVESPA, 2004). A adesão aos níveis de governança é voluntária, porém os compromissos assumidos pela companhia, seus controladores e administradores, são firmados em contrato entre as partes e a BOVESPA.

Foi definido também um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação, segmento esse ao qual a BOVESPA deu o nome de Novo Mercado. De acordo com a BOVESPA a valorização e a liquidez das ações de um

mercado sofrem influência positiva conforme o aumento do grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem, bem como pela qualidade das informações prestadas ao mercado. Esse é o princípio básico do Novo Mercado (BOVESPA, 2004).

Ao entrar para o Novo Mercado a empresa deve aderir às melhores práticas de governança corporativa consolidadas no Regulamento de Listagem e que ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas pelas companhias e oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada para a resolução dos problemas de agência, através da Câmara de Arbitragem (LODI, 2000).

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação em vigor, é a “exigência de que o capital social da empresa seja composto por ações ordinárias” (BOVESPA, 2004), além de colocar outras obrigações adicionais, conforme descrito abaixo:

- a) Promover a dispersão do capital através da realização de ofertas públicas de colocação de ações no mercado;
- b) Manter uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital, em circulação;
- c) As mesmas condições obtidas pelos controladores, quando da venda do controle da companhia, deverão ser passadas a todos os acionistas;
- d) Deve haver um mínimo de cinco membros no Conselho de Administração com mandato unificado de um ano;
- e) Disponibilizar um balanço anual seguindo as normas dos US GAAP ou IAS⁶;
- f) Introduzir melhorias nas informações prestadas trimestralmente, principalmente na exigência de consolidação e de revisão especial;

⁶ GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles* e IAS – *International Accounting Standards*: normas internacionais de contabilidade.

- g) Realizar, obrigatoriamente, uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- h) Os acionistas controladores ou administradores da empresa devem informar sobre negociações envolvendo ativos e derivativos de emissão da companhia;
- i) Apresentar as demonstrações de fluxo de caixa;
- j) Aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Tais compromissos deverão ser aprovados pelos acionistas em Assembléias Gerais, sendo, então, incluídos em Estatuto. Além disso, um contrato é assinado entre a BOVESPA e a empresa, com participação dos acionistas controladores e administradores. Com isso, a BOVESPA visa abrir uma nova frente de atuação, fortalecendo o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pois possibilita a captação de recursos com custos competitivos. Isso porque o mercado torna-se mais seguro para os investidores, especialmente os de longo prazo (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002).

O efeito da instituição dos Níveis de Governança, bem como do Novo Mercado, nos mecanismos internos e externos da governança corporativa é o objeto de estudo desta dissertação. O campo da governança corporativa já vem sendo estudado, com especial ênfase nos Estados Unidos da América, Europa e Japão. Porém, considerações já foram feitas sobre os efeitos da adoção das melhores práticas de governança corporativa em mercados emergentes, com conclusões genéricas, não específicas, mas que permitem o desenho de algumas teorias.

2.2.4 Implicações Para os Países em Desenvolvimento

Os países em desenvolvimento parecem ser um grupo ainda mais heterogêneo do que as economias de mercado desenvolvidas, principalmente no

tocante ao modelo legal, propriedade corporativa e estrutura do sistema financeiro. Este fato sugere que poucas generalizações podem ser feitas com relação a esses países, mas há outras considerações importantes que podem ser feitas (LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, e VISHNY, 1998). Esses autores não focam no problema do desenvolvimento, mas fornecem dados de 22 países onde revelam que há uma correlação positiva entre desenvolvimento e o sistema legal e a qualidade dos padrões contábeis. No entanto, a proteção ao investidor não parece melhorar com o aumento do nível de desenvolvimento. De fato, proteção ao crédito é mais forte nos países menos desenvolvidos (BERGLÖF e VON THADDEN, 1999). Fica claro que, com relação a esses indicadores, a questão é se o texto das leis é realmente forte quando a própria lei não o é.

Em geral, há relativamente poucas empresas listadas na maioria dos países em desenvolvimento, e nessas empresas a estrutura de propriedade e controle é bastante concentrada (LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, e VISHNY, 1998). No entanto, a variação entre países é substancial, mas com poucas exceções as empresas têm um sócio-controlador. As empresas controladas por grupos familiares são importantes, e muitas empresas grandes são membros de grupos de negócios. Os grupos de negócios são uma característica recorrente em muitas economias emergentes (GRANOVETTER, 1994, KHANNA e PALEPU, 1999 e KHANNA E RIVKIN, 1999). Estas empresas estão organizadas em propriedade cruzada e são, freqüentemente, dominadas por uma família controladora que, geralmente, possui bons contatos governamentais (BERGLÖF e VON THADDEN, 1999).

Uma característica que se sobressai na maioria dos estudos sobre propriedade e controle corporativo em países em desenvolvimento é a ligação intrínseca que há entre empresas e governo, freqüentemente chamada de nepotismo (LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, e VISHNY, 1998). No entanto, Berglöf e Von Thadden (1999) não consideram este um problema de governança corporativa no senso tradicional estrito, mas relatam que isto afeta a governança corporativa numa visão mais abrangente, porque os grandes proprietários familiares tendem a usar sua influência para limitar a competitividade, obtendo favores financeiros do governo e alterando o jogo a seu favor. Baixas

restrições orçamentárias são comuns nestes arranjos e o nepotismo pode ser um fator inibidor para investidores externos, em particular quando um país é exposto a choques macroeconômicos negativos (BERGLÖF e VON THADDEN, 1999).

O nepotismo requer medidas maiores do que a proteção ao investidor, mas essa prerrogativa corporativa pode ajudar a desmontar algumas dessas estruturas doentes, oferecendo oportunidades para um aumento na estrutura de propriedade de capital atual.

Ao falarmos em governança, estamos falando, essencialmente, em uma questão de alinhamento de interesses. Nos Estados Unidos da América, o desalinhamento potencial ou dos desenhos são feitos buscando alinhar executivos e acionistas. No Brasil, a diferença é muito grande porque aqui parece não haver uma preocupação essencial com o alinhamento excessivo entre controladores e minoritários e isso pode gerar uma visão diferenciada. No contexto americano, na década de 1980, a visão institucional dos grandes investidores era vender as ações e não fazer nenhum esforço para mudar as companhias. Caso não gostassem dos administradores eles vendiam a companhia. A partir da segunda metade dos anos 80 alguns investidores financeiros perceberam a desvalorização de algumas ações e resolveram agrupar-se para comprar o controle das companhias, podendo, assim, melhorar o desempenho da administração e obter maiores lucros (ROCHA e MUNIZ, 2002, *apud* LEAL, FERREIRA e SILVA, 2002). Esse processo gerou aos investidores institucionais, os vendedores, ganhos bastante interessantes (DENIS, 2001). Então, a partir dos anos de 1990, os investidores institucionais perceberam que, ao invés de vendedores do processo, eles deveriam ser os próprios agentes de transformação dessas companhias. Essa é uma mudança cultural extremamente importante nos Estados Unidos (LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES e SHLEIFER, 1999), pois fez os investidores institucionais perceberem que o valor das companhias pode ser maior para eles do que se eles forem somente os vendedores.

O sistema brasileiro tende a ser diferente, pois a estrutura do capital parece ser concentrada e os investidores atuais têm foco muito forte em prazo e liquidez. Segundo os autores Rocha e Muniz (2002, *apud* LEAL, FERREIRA e SILVA, 2002) isso torna qualquer esforço de governança junto às empresas

inócuo. Outro fator que gera desalinhamento dos interesses dos controladores e minoritários é a falta de um critério justo no fechamento de capital, que está relacionado com a falta de *tag along*. O controlador novo compra ações de controle, paga um prêmio de controle bastante elevado e faz uma oferta para o fechamento de capital por um preço bem mais baixo. Como não há na lei um critério justo para fechamento de capital, os minoritários ficam de fato reféns dos controladores, nessa situação.

A análise da literatura nacional mostra que há uma preocupação com o movimento mundial existente em torno da governança corporativa e isso pode ser visto na evolução da Lei das S.A. e na criação de um órgão nacional que regulamenta o tema através da publicação de um Código próprio de Melhores Práticas. Os níveis de proteção legal no Brasil parecem não ter atingido os mesmos níveis americano e inglês. No entanto é possível verificar uma evolução no sistema de governança no país e nos seus sistemas legal e regulatório (LEAL, FERREIRA e SILVA, 2002). A configuração apresentada pela literatura nacional sobre o assunto mostra um sistema que tende a proteger os interesses dos investidores, bem como uma tendência à concentração de propriedade.

Há, portanto, uma grande probabilidade de convergência em direção a um modelo único de governança já que a forma básica de governança tende a atingir certa uniformidade. Um exemplo dessa uniformidade está no fato de que as economias estão chegando a um consenso mundial de que os gestores devem agir conforme os interesses dos acionistas sejam esses controladores ou não-controladores. Nesse novo contexto, a transparência tem um importante papel já que o aumento de integração financeira e competição de mercado tendem a aumentar o retorno de informações gerando, em consequência, maior revelação de informações (PEROTTI e VON THADDEN, 2003). Os Códigos das Melhores Práticas também caminham em direção à convergência em torno da estrutura de governança que Dahya e McConnell (2002) denominaram de anglo-saxônica, o que aliado às convergências já apresentadas anteriormente, tendem a resultar em aumento de investimento e crescimento econômico.

3 METODOLOGIA

Estabelecidos o tema e o problema de pesquisa e efetuada a revisão da literatura, apresenta-se a metodologia de pesquisa utilizada. Essa metodologia é coerente com os itens apresentados no capítulo introdução: o tema, o problema de pesquisa, o objetivo geral e os objetivos específicos do estudo.

3.1 ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA

O pressuposto inicial deste estudo é que a pesquisa empírica sobre a governança corporativa no Brasil parece não ter atingido níveis suficientes para que se possam atestar os seus efeitos no desempenho das organizações, nem tampouco na valorização das ações das mesmas. A adoção dos mecanismos de governança corporativa visa resguardar os interesses dos acionistas e minimizar os conflitos de interesse entre os acionistas e os demais atores afetados pelo valor da empresa. A participação crescente de investidores externos no capital das empresas tornou evidente o problema de gerir uma empresa de forma a maximizar a riqueza de todos os acionistas. A estrutura de controle e propriedade, bem como as práticas de gestão, pode levar a conflitos entre acionistas e controladores, bem como entre estes e os minoritários.

A preocupação internacional em torno desse tema é crescente e países como os Estados Unidos da América, Reino Unido, Alemanha e Japão parecem ter estabelecido seus modelos. No Brasil parece haver uma mobilização em torno da necessidade da adoção dos mecanismos de governança corporativa, que atuam de maneira tão contundente nas organizações, alterando sua forma de controle, sua equidade, e as relações entre acionistas, conselho de administração e executivos. Os mecanismos podem ser institucionais – ou internos ou os baseados em mercado – ou externos. A partir desse pressuposto faz-se agora a especificação do problema de pesquisa.

3.1.1 Perguntas de Pesquisa

Para a continuidade do trabalho especificaram-se as seguintes perguntas de pesquisa:

- (1) Quais são e como estão caracterizados os mecanismos da governança corporativa que estão sendo adotados pelas empresas estudadas?
- (2) Quais são os fatores motivacionais dos dirigentes das empresas pesquisadas em adotar um modelo de governança?
- (3) Os dirigentes das empresas pesquisadas têm consciência do movimento existente em torno da governança corporativa?
- (4) Qual o impacto da adoção de um modelo de governança corporativa na valorização das ações das empresas pesquisadas?

3.1.2 Definição Constitutiva (DC) e Operacional (DO) das Categorias Analíticas

As categorias analíticas do presente estudo são as seguintes:

Conselho de Administração

DC: Grupo de conselheiros que são responsáveis por dirigir uma empresa, geralmente tendo responsabilidades legais sobre a mesma e sendo eleitos pelos acionistas, com funções específicas. Visam garantir a congruência entre os interesses dos acionistas e os interesses dos gestores (BECH, BOLTON e RÖELL, 2002).

DO: O conselho de administração foi analisado através dos dados coletados na empresas pesquisadas. A partir da análise de conteúdo foi elaborado

um questionário com perguntas abertas, perguntas fechadas ou dicotômicas e perguntas de múltipla escolha a fim de verificar a sua estrutura, formação, funções, especialmente sua influência na estrutura de remuneração dos principais executivos da organização.

Estrutura de Propriedade do Capital

DC: A propriedade do capital é a parte do valor de uma companhia que pertence a investidores que passam a ter direito a uma parte dos lucros desta e a outros bens, caso a companhia venha a fechar (SHLEIFER e VISHNY, 1997). A estrutura de propriedade do capital é a forma como o controle é percebido em uma empresa e se dá através da divisão de suas ações e da composição do seu capital (DENIS e MCCONNELL, 2003).

DO: A propriedade de capital foi identificada através da análise do quadro de acionistas das empresas pesquisadas. Com base nesta análise de conteúdo foi elaborado um questionário com perguntas abertas, perguntas fechadas ou dicotômicas e perguntas de múltipla escolha a fim de verificar qual a percepção dos dirigentes sobre a forma como o controle é exercido nas empresas, bem como a questão da dispersão do controle acionário.

Mercado de Aquisições

DC: É um importante mecanismo de governança que usualmente implica em mudanças no controle acionário das empresas. Tanto podendo ser uma solução potencial para o problema de agência entre o gestor e o acionista, também pode ser uma manifestação desse problema (DENIS e MCCONNELL, 2003).

DO: Foi pesquisado por intermédio de análise documental e de conteúdo dos dados coletados nas empresas foco deste estudo. A partir da análise dos dados coletados foi elaborado um questionário com perguntas abertas, perguntas fechadas ou dicotômicas e perguntas de múltipla escolha a fim de verificar qual o

impacto da adoção de práticas de boa governança no valor das empresas, bem como eventuais alterações no controle acionário das organizações pesquisadas.

Sistema Legal e Regulatório

DC: O sistema legal visa garantir o desempenho organizacional evitando que os dirigentes redijam e implementem procedimentos contraproducentes (BECHT, BOLTON e GRÖELL, 2002). O sistema regulatório é baseado em leis que visam proteger os interesses dos *stakeholders* e também em Códigos das Melhores Práticas (DENIS e MCCONELL, 2003).

DO: Foi estudado por meio de análise documental e de conteúdo dos dados coletados na Lei das 6.404 de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas, com as modificações das Leis 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001, no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa emitido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC; e nas Recomendações da CVM sobre governança corporativa. Com base nesta análise de conteúdo foi elaborado um questionário com perguntas abertas, perguntas fechadas ou dicotômicas e perguntas de múltipla escolha a fim de verificar junto aos dirigentes das organizações a “estrutura governamental” das organizações, a formação dos conselhos de administração, a estrutura propriedade de capitais, e o mercado de aquisições.

3.1.3 Definição Constitutiva dos Termos Importantes no Contexto da Pesquisa

Governança Corporativa

É o conjunto de mecanismos que auxiliam no governo das organizações, na sua fiscalização e controle, visando sempre aumentar seu valor e garantir sua longevidade (BECH, BOLTON e RÖELL, 2002). Os mecanismos podem ser institucionais – internos – ou e de mercado – externos – e sua função é dirimir os

conflitos de agência existentes entre os acionistas – aqueles que detêm o capital – e os gestores – aqueles que tomam as decisões (DENIS e MCCONNELL, 2003).

Códigos das Melhores Práticas

Conjuntos de recomendações relativas às boas práticas de governança corporativa. Surgidos a partir da publicação do Código Cadbury na Inglaterra, em 1993, os códigos visam indicar meios pelos quais as empresas podem aumentar o valor de suas ações e melhorar seu desempenho, facilitando acesso ao capital através de ofertas públicas ou privadas de suas ações (DENIS e MCCONNELL, 2003).

Privatização

É um processo aberto de transferência total ou parcial dos direitos de propriedade de uma empresa pública para o setor privado com o objetivo de diminuir o tamanho do Estado, buscando fortalecer os modos de gestão implementados na iniciativa privada (LIMA, 1997).

3.2 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

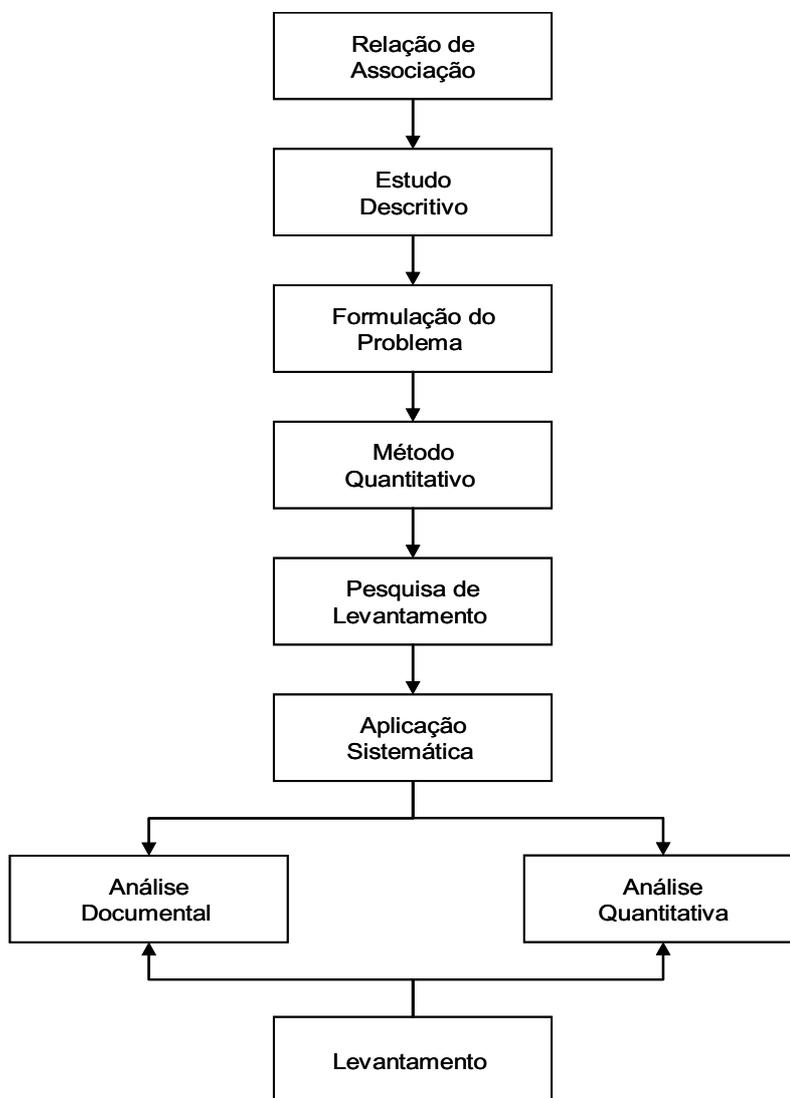
3.2.1 Delineamento da Pesquisa

Para a classificação da pesquisa, utilizou-se como base a taxonomia apresentada por Vergara (2000), que a qualifica quanto aos fins e quanto aos meios.

Quanto aos meios, é uma pesquisa de levantamento *ex-post-factum* longitudinal, com avaliação descritiva e abordagem predominantemente quantitativa, objetivando identificar os modelos de governança corporativa

adotados pelas empresas, bem como a motivação dos dirigentes em adotar algum nível de governança corporativa. Esta pesquisa caracteriza-se como descritiva tanto pelo seu objeto como pela coleta de dados, pois se estende a um levantamento de dados. O objetivo de uma pesquisa descritiva é examinar eventos ou fenômenos, limitando-se a caracterizar algo como é, sem a manipulação de tratamentos ou assuntos (MCMILLAN e SCHUMACHER, 1984, *apud* MERRIAM, 1988). O nível de análise é o das organizações e a unidade de análise é o grupo dirigente do nível estratégico das organizações estudadas. A apresentação esquemática do Delineamento de Pesquisa apresentado na Figura 2 descreve como objetivo do trabalho estabelecer, através de uma relação associativa entre as empresas pesquisadas, a identificação dos modelos adotados e das conseqüências para a valorização das ações. Utilizando-se de um estudo descritivo, procedeu-se a uma pesquisa predominantemente quantitativa, como pesquisa de levantamento, por meio de aplicação de questionário estruturado com perguntas abertas, fechadas ou dicotômicas e perguntas de múltipla escolha, tendo como apoio a coleta sistemática dos dados primários nos sites da Internet das empresas pesquisadas.

FIGURA 2 – ROTEIRO DA PESQUISA



FONTE: adaptado de BARRETO, 2004.

Foi utilizada análise documental como forma de apoio à análise de conteúdo, para identificar as tendências na adoção de modelos, verificando a composição dos conselhos administrativos, suas funções, a estrutura de propriedade do capital, o mercado de aquisições e o sistema legal e regulatório das empresas listadas no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo.

3.2.2 População e Amostra

A amostra da pesquisa é censitária, intencional, selecionada por adesão e altamente significativa, sendo consideradas as empresas que estavam listadas no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo em Outubro de 2003. As empresas foram agrupadas de acordo com as regras estabelecidas pela BOVESPA, sendo que as companhias listadas no Nível 1 comprometem-se a melhorar a prestação de informações ofertadas ao mercado, bem como e com a dispersão acionária. As listadas no Nível 2, além de aderir às obrigações do Nível 1, devem adotar um conjunto mais amplo de práticas de boa governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. As companhias listadas no Novo Mercado comprometem-se com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação. Além disso, também se considerou para o agrupamento a disposição das empresas em participar da pesquisa (DANGELIS, 1973).

A população é composta pelos dirigentes de nível estratégico, sendo que a amostra é convencional e composta pelos diretores responsáveis pelo setor de Relacionamento com Investidores de cada organização objeto do estudo, de acordo com os requisitos mínimos para a escolha de informações para uma empresa (LAKATOS, 2001).

O universo da amostra foi definido em pesquisa preliminar realizada junto ao site da BOVESPA, considerando os níveis de governança corporativa já existentes. O Quadro 6 a seguir apresenta as companhias listadas no Nível 1 da BOVESPA.

QUADRO 6 – EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 1 DA BOVESPA

No.	Empresa
1	ARACRUZ CELULOSE S.A.
2	BANCO BRADESCO S.A.
3	BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S.A.
4	BRADESPAR S.A.
5	BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A.
6	BRASIL TELECOM S.A.

QUADRO 6 – EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 1 DA BOVESPA (cont.)

No.	Empresa
7	BRASKEM S.A.
8	CIA. BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO - PÃO DE AÇÚCAR
9	CIA. ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS - CEMIG
10	CIA. FIAÇÃO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA
11	CIA. HERING
12	CIA. SUZANO DE PAPEL E CELULOSE
13	CIA. TRANSMISSÃO ENERGIA ELET. PAULISTA
14	CIA. VALE DO RIO DOCE
15	CONFAB INDUSTRIAL S.A.
16	GERDAU S.A.
17	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAÚ S.A.
18	KLABIN S.A.
19	MANGELS INDUSTRIAL S.A.
20	METALÚRGICA GERDAU S.A.
21	PERDIGÃO S.A.
22	RANDOM S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES
23	RIPASA S.A. CELULOSE E PAPEL
24	ROSSI RESIDENCIAL S.A.
25	S.A. FÁBRICA DE PRODS. ALIMENTÍCIOS VIGOR
26	SADIA S.A.
27	SÃO PAULO ALPARGATAS S.A.
28	UNIBANCO HOLDINGS S.A.
29	UNIBANCO UNIÃO DE BANCOS BRASILEIROS S.A.
30	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.
31	WEG S.A.

FONTE: BOVESPA, ago.2004

O Quadro 7 a seguir apresenta as companhias listadas no Nível 2 da BOVESPA.

QUADRO 7 – EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 2 DA BOVESPA

No.	Empresa
1	ALL AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA S.A.
2	CENTRAIS ELETR. DE SANTA CATARINA S.A.
3	GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.
4	MARCOPOLO S.A.
5	NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A.

FONTE: BOVESPA, ago.2004

O Quadro 8 a seguir apresenta as companhias listadas no Novo Mercado da BOVESPA.

QUADRO 8 – EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO DA BOVESPA

No.	Empresa
1	CIA. CONCESSÕES RODOVIÁRIAS
2	CIA. SANEAMENTO BÁSICO EST. SÃO PAULO - SABESP
3	NATURA COSMÉTICO S.A.

FONTE: BOVESPA, ago.2004

3.2.3 Dados: Tipos, Coleta e Tratamento

Os dados serão coletados por meio de:

a) Fontes Secundárias:

Os dados secundários referentes aos mecanismos de governança corporativa foram coletados através de pesquisa documental na Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001. No Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa emitido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e nas Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre governança corporativa e nos documentos de caráter legal das empresas a serem estudadas.

Esses dados foram utilizados para verificar quais são os mecanismos bem como os modelos da governança corporativa que estão sendo adotados pelas empresas estudadas. Com base nos dados obtidos na análise das fontes secundárias foi elaborado um questionário com perguntas abertas, perguntas fechadas ou dicotômicas e perguntas de múltipla escolha, utilizado na coleta de dados das fontes primárias.

b) Fontes Primárias:

Os dados foram obtidos por meio de questionário com perguntas abertas, perguntas fechadas ou dicotômicas e perguntas de múltipla escolha. Os

questionários foram enviados aos dirigentes da área de Relações com Investidores das empresas estudadas, apoiado pela coleta sistemática de dados no site das empresas estudadas. Essa coleta é justificada pela singularidade das empresas pesquisadas uma vez que as mesmas têm como característica a melhoria das informações prestadas através do Informativo Anual (IAN) e do Informativo Trimestral (ITR). Estes Informativos contêm as informações necessárias para o preenchimento do questionário sem que esse tivesse que ser, necessariamente, enviado às organizações. No entanto, optou-se pelo envio visando confirmar e complementar os dados obtidos através das fontes secundárias, sendo que, para aquelas empresas que não retornaram a informação, os dados foram pesquisados nos sites das empresas. Apenas no caso da investigação sobre a motivação dos dirigentes em adotar algum modelo de governança, para as empresas que, por ventura, não tenham respondido ao questionário, foi feito um contato telefônico com o objetivo de obter informações mais acuradas sobre o tema.

De acordo com LAKATOS (2000, p. 210) “o pesquisador deve estar seguro de que a pergunta ou questão é necessária à investigação; se requer ou não o apoio de outras perguntas; se os entrevistados têm a informação correta para responder a pergunta”. Ao permitir o levantamento, a obtenção de respostas mais rápidas e precisas, abrangendo uma área geográfica mais ampla e atingindo um maior número de empresas, o questionário constituiu-se em um instrumento adequado e importante para este estudo. Foi utilizado um questionário com perguntas abertas, perguntas fechadas ou dicotômicas e perguntas de múltipla escolha (apêndice 2) que foi enviado às empresas para ser respondido pelos dirigentes de nível estratégico.

Os dados coletados foram utilizados para verificar a estrutura dos conselhos de administração e suas funções, bem como a estrutura de propriedade de capital predominante nas organizações estudadas, o mercado de aquisições e o sistema legal e regulatório brasileiro, apontando a influência destes mecanismos no valor das ações das companhias estudadas.

c) Tratamento dos dados:

Entre os vários itens de natureza metodológica, o que mais apresenta carência de sistematização é o referente à análise e interpretação de dados (GIL, 2002). Ainda segundo Lakatos (2000), a análise e a interpretação dos dados é o núcleo central da pesquisa, as quais são atividades distintas, porém complementares. No presente levantamento, para análise dos dados obtidos, que é a tentativa de evidenciar as relações existentes entre o fenômeno estudado e outros fatores, foram analisados de forma descritiva tendo como objetivo descrever a complexidade de determinados problemas e a interação das variáveis, a classificação de processos dinâmicos vividos pelas organizações e que contribuam no processo de determinação de modelos, possibilitando o entendimento dos comportamentos organizacionais (LAKATOS, 2001). Nessa pesquisa foram evidenciadas as relações existentes entre as variáveis dependente e independente e através da resposta às perguntas de pesquisa.

A análise dos dados secundários foi feita através de análise documental, como um conjunto de operações visando representar o conteúdo de um documento sob uma forma lógica, a fim de facilitar a sua consulta e referência, analisando assim o conteúdo. A análise de conteúdo, como um conjunto de técnicas de análise das comunicações, visou obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição, indicadores, quantitativos ou não, que permitissem a inferência de conhecimentos relativos às condições das mensagens contidas nos documentos (LAKATOS, 2001).

Os dados secundários foram analisados por meio de sua organização, visando torná-los operacionais e sistematizados para fácil compreensão das idéias, buscando-se a identificação dos mecanismos e modelos, assim como a motivação das companhias estudadas em adotar boas práticas de governança corporativa.

Para a análise da legislação que regulamenta as Sociedades Anônimas e dos regulamentos de boas práticas de governança foi feita uma avaliação em toda a regulamentação e nos decretos que alteram a Lei 6.404 de 1976, bem como nas demais normas e regulamentos que estejam relacionados aos mecanismos de governança corporativa.

Os dados primários foram analisados pela técnica de análise de conteúdo categorial. Para a interpretação dos dados obtidos que, em geral, significa a exposição do verdadeiro significado do material apresentado, em relação aos objetivos propostos e ao tema, utilizou-se como base a codificação dos dados qualitativos em quantitativos, proporcionando melhor entendimento aos leitores da pesquisa quanto aos resultados obtidos e a correlação existente entre os modelos teóricos aplicados e a comprovação ou não da dependência das variáveis definidas para a pesquisa. Com a organização dos dados foi possível a identificação dos modelos e mecanismos, bem como da motivação e do valor das ações de cada uma das organizações, concluindo assim a análise categorial.

d) Dificuldades e facilidades na coleta de dados:

É importante ressaltar que há algumas facilidades e dificuldades na coleta de dados, inerente a todo o processo de pesquisa. Como facilidades podem-se destacar dois pontos: (1) acesso aos dados secundários referentes aos mecanismos de governança corporativa, por meio da biblioteca da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, dos sites da BOVESPA, do IBGC e da CVM e pela colaboração especial de membros do IBGC, e (2) a disposição dos dirigentes e colaboradores das companhias pesquisadas que concordaram em colaborar com as informações solicitadas, o que pode ser reputado ao fato de as companhias terem bom nível de informações disponíveis ao mercado.

O primeiro item facilitou sobremaneira a coleta de informações, pois tornou possível acessar todas as informações relativas ao sistema legal e regulatório brasileiro no tocante às práticas de boa governança. O segundo ponto foi importante, pois tornou possível o acesso a informações relativas à governança da organização, oportunizando o desenvolvimento da pesquisa, o conhecimento dos modelos adotados pelas empresas, bem como os aspectos técnicos das variáveis que compõem estes modelos.

Entre as dificuldades encontradas destaca-se a localização das companhias em vários pontos do território nacional. Tal dificuldade é conseqüência da necessidade de abordarem-se empresas listadas na Bolsa de Valores, pois estas representam uma grande parcela da realidade do assunto tratado neste

estudo. Isto resultou na necessidade de vários contatos, por e-mail e por telefone, com as companhias pesquisadas, como única forma segura para desenvolver a pesquisa.

3.2.4 Limitações da Pesquisa

Alguns aspectos incontroláveis estabelecem limitações no ambiente da pesquisa, apesar do rigor científico e da dedicação na coleta de dados. Estas limitações são apresentadas a seguir para que possam ser consideradas no acompanhamento dos trabalhos e na análise dos resultados alcançados.

O primeiro aspecto relevante a ser considerado como limitação é o envolvimento de uma amostra com amplitude geográfica abrangente a todo o território nacional, apesar da definição de elencar empresas listadas nos Níveis 1 e 2 e no Novo Mercado da BOVESPA. Este fato pode estabelecer alguma condição relevante no âmbito qualitativo, que divirja dos resultados encontrados no estudo realizado.

Outra limitação é decorrente da coleta de dados, visto que a amostra envolveu empresas de âmbito nacional, conforme já mencionado, todas grandes companhias de capital aberto e que nem sempre se mostram dispostas a fornecer informações, principalmente as necessárias para este estudo.

O próximo capítulo trata da análise da legislação brasileira, bem como das regulamentações da CVM, da BOVESPA e do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. Essa análise enfoca a importância da adoção das boas práticas para os mecanismos de governança corporativa nas organizações objetos desse estudo.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Neste capítulo, os dados coletados na pesquisa são apresentados e analisados, seguindo a metodologia descrita anteriormente. Dividiu-se o capítulo em três partes. Na primeira parte é apresentada a análise dos dados secundários: a Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001, bem como as consequências destas legislações nas atividades das companhias, em especial nas listadas na BOVESPA; o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa emitido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC; e as Recomendações da CVM sobre governança corporativa. Na segunda parte, é apresentada a descrição e a análise dos dados das empresas pesquisadas refletindo características que ajudam a definir os modelos adotados. Finalmente é feita a relação entre os casos analisados e os modelos identificados no capítulo 2, como requer a metodologia utilizada para esta pesquisa.

4.1 ANÁLISE DOS DADOS SECUNDÁRIOS

4.1.1 A Lei das Sociedades Anônimas

A referencia à sociedade anônima no Código Civil brasileiro, instituído pela Lei n. 10.406, de 10.01.2002, está presente nos arts. 1.088 e 1.089 que aparecem no Capítulo V (Da Sociedade Anônima), do Subtítulo II (Da Sociedade Personificada), do Título II (Da Sociedade), do Livro II (Do Direito da Empresa) na Parte Especial. A Seção Única – arts. 1.088 e 1.089 – trata da caracterização da sociedade anônima. O art. 1.088 atesta que, na sociedade anônima ou companhia, o capital é dividido em ações, obrigando-se cada sócio ou acionista somente pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir. O art. 1.089 determina que a sociedade anônima rege-se por lei especial, sendo aplicados, nos casos omissos, as disposições do Novo Código Civil. Além da Lei, cada companhia é

regida pelo seu Estatuto e pelo Regimento Interno. Deve-se observar, no entanto, que nem um e nem o outro tem poder maior do que a própria lei, salvo nos casos expressos pela mesma.

Com a finalidade de responder o problema de pesquisa estabelecido no Capítulo 1, Introdução desta dissertação, bem como as perguntas de pesquisa formuladas no Capítulo 3, Metodologia de Pesquisa, a análise da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1.976 contemplou apenas os capítulos de interesse relevante, quais sejam:

- (1) Capítulo III: Ações – conceito; espécies e classes; e preço de emissão;
- (2) Capítulo XI: Assembléia Geral – disposições gerais; assembléia geral ordinária e assembléia geral extraordinária;
- (3) Capítulo XII: Conselho de Administração e Diretoria – conselho de administração; diretoria; administradores; deveres e responsabilidades.

Como já comentado, na sociedade anônima ou companhia, o capital é dividido em ações e a lei versa sobre as formas deste capital, sua forma de emissão e outros fundamentos que não são relevantes para esta análise. O entendimento de leis ou regulamentos referentes à governança corporativa prescinde de um conhecimento anterior sobre o mercado de ações e outros temas relacionados. No entanto, para efeitos deste estudo, achou-se conveniente apresentar o conceito de ação, que é o tópico inicial a ser tratado nesta análise de dados.

O clássico conceito de ação como uma das partes iguais em que se divide o capital social, representada por um título negociável (PONTES, 1957), não mais se adapta à lei vigente. Isto porque o capital não mais se divide em partes de valor monetário se houver ações sem valor nominal. Também a ação deixará de ser representada por um título ou certificado quando revestir a forma escritural. Em face do regime legal em vigor pode-se definir ação como a fração negociável em que se divide o capital social, representativa dos direitos e obrigações do acionista. Na Lei de 1976 a ação deixa de representar uma idéia rígida do valor do capital, para caracterizar-se como instrumento através do qual os sócios exercitam os seus

direitos assegurados na lei e no estatuto, com abstração completa – ações sem valor nominal – ou parcial – ações com valor nominal emitidas com ágio – das entradas de capital. As ações passam, dessa forma, a ter um sentido de participação societária e de divisão numérica do capital (*share*), deixando de se apresentar como parcela monetária do valor total do capital (*stock*) (RUTE, 1972).

As ações são indivisíveis perante a companhia. Se pertencerem a mais de uma pessoa, estas como condôminas deverão eleger um representante e somente este exercerá os direitos perante a companhia. Deve ficar claro que a copropriedade das ações não é vedada. A divisão ou fracionamento dos direitos por elas representados perante a companhia é o que a lei não admite. As ações são bens e, portanto, objetos de direito e, como tais, podem ser objeto de diversos negócios jurídicos, podendo, portanto, ser objeto de venda e cessão, bem como de promessa de venda, opção de compra e cessão de direito de subscrição. Podem ainda ser objeto de penhor, caução de títulos, bem como de usufruto, doação, fideicomisso, podendo, também, ser objeto de alienação fiduciária em garantia. Faz exceção a preferencial de classe especial (*golden share*), de que trata o § 7º do art. 17 da Lei 6.404, de 1976. Essa premissa não é válida para as ações escriturais (CARVALHOSA, 2002).

A negociabilidade é o atributo essencial da ação, pois, sendo a sociedade eminentemente de capitais e não de pessoas, não importa quem seja o sócio; o que importa é o capital, cujas parcelas que o representam (ações) podem ser livremente negociadas. Nem o estatuto social nem a assembléia geral poderão obstar essa livre negociação. Esse princípio é absoluto para as companhias abertas. Da mesma forma, o acordo de acionistas, quando versar, sobre a compra e venda de ações e preferência para adquiri-las, não pode impedir a negociação das ações objeto da convenção, se cumpridas as formalidades de oferta aos demais contratantes (CARVALHOSA, 2002). Dessa forma, fica nula a cláusula que impeça a sua livre transação se os demais contratantes deixarem de exercer o seu direito de preempção.

A lei brasileira não admite ação que não represente, efetivamente, parte do capital social da companhia. Portanto, não pode haver emissão de ações que não se origine de efetiva incorporação ao capital de bens ou dinheiro. Qualquer

prestação pessoal, como as de fundador ou de indústria, é insuscetível de retribuição através de emissão de ações, com exceção das *golden shares*. Subjetivamente, a ação representa o conjunto dos direitos e obrigações oriundos do estado de sócio, o que significa fiscalizar a gestão dos negócios sociais, participar dos lucros e do acervo da companhia no caso de liquidação, exercer o direito de preferência na subscrição de valores mobiliários emitidos pela companhia e o de recesso. A ação dá ao acionista o direito certo de crédito sobre os lucros da companhia cuja pretensão se torna exigível, na forma da lei ou dos estatutos, se aqueles forem apurados, e também sobre a parte que lhe couber na liquidação da companhia. A propriedade da ação implica obrigação patrimonial de integralizar o valor da respectiva subscrição, importando o descumprimento desse encargo na suspensão dos direitos de acionista. A ação não acarreta qualquer encargo pessoal do seu titular, pois esse não é obrigado a gerir a companhia, sendo que a inobservância dos interesses dos acionistas no exercício do voto não é abuso do próprio direito de voto. Esse não se inscreve entre as prerrogativas absolutas da ação, na medida em que, para as ações preferenciais, os estatutos podem vedar ou restringir tal direito (GUSMÃO, 2002).

Quanto ao direito que conferem, as ações são ordinárias, preferenciais, de gozo ou fruição e de classe especial. Quanto à forma, são nominativas, nas subformas registrada e escritural. As ações nominativas podem ser registradas na companhia ou escriturais. Neste último caso, sua emissão constará dos lançamentos em conta corrente de instituição financeira encarregada de sua administração. Quanto ao preço, as ações poderão ser emitidas com, ou sem, valor nominal. Valor nominal é a quantia expressa em dinheiro, determinada pelos estatutos, constante do certificado, se houver, e que corresponde ao preço mínimo que o subscritor pagará pela ação. Tal importância irá, obrigatoriamente, para a conta de capital. A soma do valor nominal das ações representa o montante do capital social. A relação entre o valor nominal das ações e o capital social anteriormente neste capítulo. O valor nominal poderá ser alterado no caso de aumento do capital social pela modificação de sua expressão monetária ou de redução desse mesmo capital. A companhia poderá não ter ações de diferente

valor nominal. Quaisquer que sejam suas espécies, classes ou formas, todas as ações deverão ter o mesmo valor nominal.

O valor de emissão corresponde ao preço a ser pago pelos subscritores. Portanto, o valor nominal não se confunde, necessariamente, com o valor de emissão, que pode ser maior, constituindo a diferença ágio destinado a formar a reserva de capital. A emissão de ações com ágio é admitida também no momento da constituição da companhia e não apenas no dos aumentos de capital (LACERDA, 1976, *and* CARVALHOSA, 2002). O valor real das ações é o que corresponde ao resultado da divisão do patrimônio líquido da sociedade pelo número das ações em que é dividido o seu capital, valor esse que somente poderá ser realizado no momento da liquidação da sociedade. O valor contábil é apurado quando se apresenta a hipótese de a sociedade ter que reembolsar os acionistas dissidentes do valor de suas ações. O estatuto poderá estabelecer normas para a determinação do valor contábil das ações, para efeito do reembolso dos acionistas, que não poderá ser inferior ao valor do patrimônio líquido das ações, de acordo com o último balanço aprovado pela assembléia geral.

O valor corrente, pela definição da Lei 6.404, de 1976, é o valor de mercado da ação, encontrável tanto na sua cotação em Bolsa, quando negociada desta forma, como no mercado de balcão organizado. Na formação desse valor entram diversos fatores, tais como: a situação patrimonial da companhia, a conjuntura econômica e política, nacional e internacional, e a espécie de ação (preferencial ou ordinária), a sua forma (nominativa, endossável ou ao portador), que, nestas duas últimas hipóteses, atribuem maior ou menor vantagem patrimonial, ou melhor, ou pior liquidez nas transações. A fixação de valor mínima deve ser obedecida apenas pelas companhias abertas, na fixação do valor nominal de suas ações. O valor mínimo é fixado pela CVM e deverá ser atualizado periodicamente pela mesma, atendendo à eventual perda do valor da moeda ou ao desenvolvimento do mercado de capitais. Pela lei vigente, as companhias fechadas poderão emitir ações de qualquer valor.

As ações sem valor nominal são aquelas que não expressam o valor em dinheiros que representam, embora tenham valor aferível, nelas não se menciona qualquer valor em moeda corrente. Como consequência, a participação dos sócios

passa a ser medida em razão do número de ações de que são titulares, em proporção com o número total das ações emitidas pela companhia. O preço de emissão das ações sem valor nominal será fixado na constituição da companhia pelos fundadores e nos aumentos de capital pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.

A Lei n. 8.301, de 1990, criou as ações de classe especial, que foram trazidas para o âmbito societário pela Lei n. 10.303, de 2001. Assim, foi estabelecido que a *golden share*⁷ poderá ser criada nas companhias objeto de desestatização. Essa nova espécie de ação preferencial subverte a rígida estrutura de divisão do capital social determinada pelo art. 11 da Lei n. 6.404, de 1976 (CARVALHOSA, 2002), em face do caráter único da nova classe de ação preferencial, a qual, pela sua natureza, não deverá ter valor nominal, na forma facultada pelo § 1º do mesmo art. 11. A singularidade dessa classe de ação deve submeter-se às regras do art. 11.

Na hipótese de o estatuto permitir apenas a emissão de ações com valor nominal, o capital refletirá, rigorosamente, o valor nominal das ações emitidas. Se, na formação do capital e nos aumentos que se sucederem, houver emissão dessas ações com ágio, o valor deste constituirá reserva de capital, cuja incorporação posterior ao capital social é meramente facultativa, podendo ter destino diverso. Por outro lado, nas companhias apenas com ações sem valor nominal, o capital social poderá refletir tão-somente parte do valor das entradas de capital, destinando-se a outra parte à formação da já referida reserva de capital. Havendo emissão de ações preferenciais sem valor nominal, com prioridade no reembolso do capital, somente a parcela que ultrapassar o valor do reembolso poderá ser excluído do capital social para efeito de constituição dessa reserva.

A lei permite, também, que sociedades com ações sem valor nominal possam emitir ações preferenciais com valor nominal. Nesse caso o capital social será constituído pelo valor nominal das ações preferenciais, e o valor de emissão

⁷ As ações de classe especial – ou *golden shares* – foram introduzidas na lei societária através do § 7º do art. 17 na Lei n. 10.303, de 2001, e conferem aos entes públicos desestatizantes o direito de veto ou o privilégio sobre determinadas deliberações tomadas no conselho de administração e na assembleia geral das companhias privatizadas.

das ações ordinárias sem valor nominal poderá ser parcialmente integrado no capital social e o restante constituirá a reserva de capital. As reservas de capital não serão obrigatoriamente destinadas à incorporação ao capital social, podendo ser utilizadas para absorção de prejuízos que ultrapassem os lucros acumulados e as reservas de lucro. Podem também ser utilizadas em operações de resgate, reembolso ou compra pela companhia de suas próprias ações e também para resgate de partes beneficiárias e, ainda, para pagamento de dividendos de ações preferenciais.

Ainda com relação ao valor nominal das ações e ao número, o Decreto-Lei n. 2.627, de 1940 (CARVALHOSA, 2002), determinava que o capital da companhia fosse obrigatoriamente dividido em ações do mesmo valor nominal. E a Lei n. 4.728, de 1965, estabelecia o valor nominal mínimo de Cr\$ 1.000,00 para ações de qualquer sociedade anônima. A Lei n. 6.404, de 1976, modifica substancialmente o sistema anterior, estabelecendo que: (1) as ações poderão ter o não valor nominal; (2) mesmo em companhias com ações sem valor nominal poderão ser criadas as ações preferenciais com valor nominal; e (3) somente as ações de companhia aberta deverão obedecer ao valor mínimo estabelecido pela Comissão de Valores Mobiliários. Além disso, a lei de 1976 desassocia a relação fixa e constante entre o valor do capital e o valor das ações, ao instituir o regime de reserva de capital tanto para as ações com valor nominal – com ágio – como para as sem valor nominal.

A fixação do número em que se dividirá o capital social não representa maiores dificuldades quando todas as ações da companhia tiverem valor nominal. Se estas forem emitidas com ágio haverá uma relação exata entre o valor do capital e o número e valor nominal de ações emitidas. Se emitidas com ágio, o valor deste não integrará o capital, passando à conta reserva. Haverá, portanto, coincidência apenas entre o valor nominal das ações emitidas e o 'montante do capital social, excluído o valor do ágio. Quando o capital da companhia é dividido em ações sem valor nominal, estas não indicam uma importância em dinheiro, mas uma fração numérica, uma percentagem do capital social, sem referência, portanto, a qualquer expressão em moeda corrente. Assim, será indicada nas ações, a fração 1/1.000.000, ou seja, uma ação por milhão de ações em que se divide o capital social (LACERDA, 1976 *apud* CARVALHOSA, 2002). Quando a sociedade

emitir ações ordinárias sem valor nominal e ações preferenciais com valor nominal, serão aplicadas estas mesmas regras.

No entanto, cabe ao estatuto social de cada companhia determinar a categoria das ações que numericamente representarão o capital social. Para este caso existem 4 opções possíveis, de acordo com a nova redação do art. 17, § 7º, dada pela Lei n. 10.303, de 2001, a saber:

- (1) O capital social é dividido apenas em ações (ordinárias e preferenciais);
- (2) O capital é dividido apenas em ações (ordinárias e preferenciais) sem valor nominal;
- (3) O capital é dividido em ações ordinárias sem valor nominal e ações preferenciais com o valor nominal;
- (4) O capital é dividido em ações ordinárias sem valor nominal, uma classe de ações preferenciais sem valor nominal e outra classe com valor nominal.

A regra geral é que a sociedade tenha todas as suas ações com valor nominal, ou, então, todas sem valor nominal. Entretanto, existe a possibilidade de se emitirem ações ordinárias sem valor nominal e ações preferenciais com valor nominal. Portanto, nas companhias cujas ações ordinárias não tenham valor nominal, admite-se que todas as ações preferenciais tenham valor nominal ou que uma ou mais classes destas o tenham e outras não. A lei de 1.976 não prevê a hipótese de criação de ações preferenciais sem valor nominal em companhias cujas ações ordinárias tenham valor nominal. No entanto, havendo emissão de ações de classe especial, essa regra não se aplica.

Como já comentado anteriormente, existem vários critérios classificatórios das ações que são adotados pela lei. Quanto ao valor nominal, como já descrito, as ações podem ser com valor nominal ou sem valor nominal. Quanto aos direitos e vantagens que confirmam aos seus proprietários, as ações dividem-se em ordinária, preferenciais e de fruição – art. 15. Quanto à forma de circulação, as ações podem ser nominativas – art. 20 – ou escriturais – art. 34.

As ações ordinárias de companhia fechada ou as preferenciais de companhia aberta ou fechada podem ser de mais de uma classe, segundo o art. 15, § 1º, que geralmente são identificadas por letras e cujas características são definidas pelo estatuto de cada companhia. As ações ordinárias são as comuns, sem qualquer espécie de privilégio e são obrigatórias em todas as companhias. Normalmente são possuídas pelos empresários controladores da companhia. Em princípio, cada ação ordinária tem direito a um voto na assembleia geral. As ações preferenciais concedem a seus titulares determinadas prioridades financeiras e políticas em troca de restrições parciais ou totais no exercício do poder de voto. As vantagens podem incluir prioridade na distribuição de dividendos e no reembolso do capital com ou sem prêmio, dividendos 10% superiores aos das ordinárias e, inclusive, direito de voto, conforme determine o estatuto. Nos termos do art. 15, § 2º, o número de preferenciais sem direito a voto, ou que estejam sujeitas a restrição no exercício do voto, não pode ser superior a cinquenta por cento do capital social. As ações de fruição inexistem na prática, decorrem de uma amortização integral, que é a distribuição de valor que caberia ao acionista em caso de liquidação da companhia. No caso de efetiva liquidação, o valor pago pelas ações de fruição será abatido do valor real a ser pago ao acionista.

Como já comentado, as ações representam o capital social da companhia, que podem sofrer alterações no decorrer de um exercício social. Os aumentos de capital e outras decisões importantes para as Sociedades Anônimas são determinados através de Assembleia Geral, tópico que também é contemplado pela Lei n. 6.404, de 1976. Essa Lei, no capítulo de atribuições e poderes da assembleia geral, abandona as características de órgão deliberativo soberano da companhia, que lhe conferia o atributo de deliberar sobre a matéria de *interesse social*, para acolher as características que tem esse colegiado no direito norte-americano. Neste, a assembleia geral, em primeiro lugar, não está vinculada à ideia de soberania, em segundo lugar, não é um órgão necessário. Em consequência disso, temos um terceiro aspecto: as decisões mais importantes são tomadas pelo *board* – o conselho de administração. No direito norte-americano, a assembleia geral, quando instalada, tem praticamente as funções de um colégio

eleitoral para eleger os administradores da companhia. Os demais assuntos não lhe competem.

Para melhor entendimento da legislação atual sobre a assembléia, apresenta-se aqui uma breve evolução histórica sobre o assunto. Na fase “aristocrática” da sociedade anônima, não se conhecia a assembléia geral como instrumento de formação da vontade social. Todo o poder permanecia nas mãos dos fundadores, Casas Reais e acionistas (CARVALHOSA, 2003). O caráter oligárquico da companhia, neste período, era acentuado e a sociedade anônima sofria total influência do Estado. No Brasil desse período oligárquico a assembléia geral era um órgão homologatório. O Código Comercial de 1850 não contemplou a figura da assembléia geral, o que ocorreu somente a partir do Decreto n. 2711, de 1860, que passou a conter alguns preceitos sobre a matéria, atendendo à prática societária, pois as companhias já vinham amplamente adotando esse órgão em seus estatutos (CARVALHOSA, 2003). Em decorrência da evolução do pensamento político, as idéias democráticas de divisão de poderes, soberania, controle da legalidade e sufrágio universal que triunfaram definitivamente na Europa, na segunda metade do século XIX, acabaram modificando também a estrutura da organização interna da companhia e o exercício dos direitos dos acionistas.

A assembléia geral passou a ser órgão soberano da companhia, em que prevalecia o princípio majoritário do capital social. Como órgão soberano, ela chegou a ser comparável a uma constituinte, já que lhe cabia decidir sobre a alteração do estatuto social. A sociedade anônima passou a ser organizada à semelhança do Estado, com três órgãos correspondentes aos três poderes estatais. Um órgão legislativo, representado pela assembléia geral; um órgão executivo, representado pela diretoria; e um órgão fiscalizador, representado pelo Conselho Fiscal (CARVALHOSA, 2003). A fase atual do instituto da assembléia geral caracteriza-se pela desmistificação da teoria democrática, no seu confronto com a efetiva prática societária. Com efeito, o princípio democrático adaptado à sociedade anônima, na realidade, consagrava o princípio majoritário em virtude do qual os detentores da maioria do capital social possuíam o domínio absoluto da companhia. Reproduzia-se literalmente o regime político, em que o partido que

obtivesse sufrágios majoritários assumia o poder incontestavelmente. Isto se transformou em um instrumento até certo ponto simulado de um domínio oligárquico permanente e imutável. De maneira diferente do regime político em que os partidos podem alternar-se no poder, por força da mutação dos votos do eleitorado, nas companhias, tal mobilidade obviamente inexiste, já que se exerce o voto em função do capital possuído e não da pessoa do acionista e, menos ainda, em razão dos méritos pessoais de um ou de outro grupo ou de seus respectivos programas de condução e orientação dos negócios da companhia (CARVALHAL, 2003).

Dessa forma, os majoritários mantêm-se eternamente e os minoritários permanecem na sua condição. Não há propriamente democracia na aplicação pura e simples do princípio majoritário. Para que esta se efetivasse, seria necessário criar uma série de procedimentos que permitissem aos minoritários participar efetivamente da condução da política da companhia. Ao mesmo tempo, deveriam ser garantidas a eles efetivas medidas de controle de legalidade e de participação nos órgãos da sociedade, de caráter deliberativo e fiscalizador. Ainda, seria imprescindível mantê-los informados sobre a efetiva situação patrimonial e operacional da companhia. Estabeleceu-se, portanto, a consciência da distância entre a teoria democrática e a prática societária. Havia, conseqüentemente, uma superação do mito da democracia da sociedade anônima, em que todos os acionistas reunidos decidiram os destinos da empresa, fundados nos princípios majoritários (CARVALHOSA, 2003).

No início do século XX surge a empresa com dispersão de capital, com acionistas que são motivados pelas transações do mercado de capitais, pela rentabilidade e o lucro especulativo (CARVALHOSA, 2003). A partir daí vê-se nas grandes companhias com ações negociadas no mercado, uma minoria interessada na condução dos negócios sociais que assume o poder societário e garante aos acionistas dispersos bons dividendos. Esse quadro persistiu até 1929 nos Estados Unidos da América quando, por causa da crise do mercado de capitais, o Estado passa a ser responsável pela manutenção da economia na área do mercado de valores mobiliários. Para tanto, o Estado cria uma série de medidas que visavam à proteção dos acionistas e investidores. Tais medidas representaram

uma superação da assembleia geral como órgão eficaz de participação acionária, papel que passou a ser representado pelo Conselho de Administração e a diretoria (CARVALHOSA, 2003).

Dessa maneira desaparece a relação de proporcionalidade entre o risco de capital assumido pelo acionista e o exercício do poder na sociedade anônima. A dispersão das ações permite que o poder seja exercido por acionistas detentores de um percentual reduzido do capital social. Foi instituído o regime de domínio da companhia pelos acionistas organizados e não por aqueles que detêm o maior número de ações representativas do capital social da companhia. Há então, um rompimento do regime majoritário de capital e, assim, a assembleia geral perde sua função, pois não mais prevalece a vontade daqueles que, com maior parcela, arriscaram seus investimentos no capital social. Esses fatores – desmistificação do princípio majoritário e o surgimento da nova estrutura nas relações entre acionistas – acarretaram um crescente índice de absentismo nas assembleias gerais, ocasionando um amplo movimento doutrinário para a revisão do sistema de organização de poderes nas companhias (CARVALHOSA, 2003).

Tais fatos reduziram a importância prática da assembleia de acionistas, que passou a ter papel meramente formal, destituído de muita relevância, passando a ser um órgão deliberativo apenas formalmente soberano. Esse declínio da assembleia geral levou a uma gradativa transformação da estrutura tradicional da sociedade anônima, antes fundamentada na separação de atribuições dos seus órgãos e no princípio da soberania da assembleia geral.

Não obstante todas as razões e fenômenos que levaram ao declínio da assembleia geral, outros fatores vêm proporcionando o ressurgimento do órgão. Tal fato acontece, principalmente, devido ao grande desenvolvimento da sociedade civil nos países mais desenvolvidos e o efetivo poder dos grupos de pressão contra os abusos do poder estatal, seja nas questões trabalhistas e de distribuição e transferência de renda, seja por causa das questões ecológicas e de preservação do meio ambiente ou, ainda, na defesa dos interesses da comunidade local em geral. Isso tem feito das assembleias gerais, especialmente para o direito norte-americano, um fórum institucional de discussão e deliberação de grande importância, inclusive política, no sentido de preservação do sistema capitalista.

A assembléia geral tem servido para promover a integração das companhias com os interesses institucionais locais e regionais na medida em que as associações civis e os sindicatos têm atuado nas assembléias em defesa de melhor transferência de renda. A maximização do lucro do sistema de livre empresa tem encontrado na assembléia geral um instrumento a serviço dos interesses da sociedade civil.

No direito brasileiro a assembléia geral é órgão necessário. Tem como fundamento formar a vontade do grupo a partir das vontades individuais. É a reunião dos acionistas na sede da companhia, devidamente convocada e instalada com quorum regulamentar determinado pelo percentual de ações votantes para deliberar por maioria absoluta dos votos presentes sobre assunto de sua competência. O órgão da assembléia não pode ser suprimido nem tampouco substituído em nenhuma companhia.

Existem várias Assembléias pelas quais uma companhia passa, a saber: assembléia dos titulares de partes beneficiárias, assembléia de debenturistas, assembléia especial dos portadores de ações preferenciais, entre outras. Esse estudo é focado na assembléia geral dos acionistas, que é a reunião dos acionistas, convocada e instalada na forma da lei e dos estatutos, pra deliberar sobre matéria de interesse social. O art. 122 especifica as matérias de competência privativa da assembléia geral, ou seja, aquelas matérias sobre as quais só a assembléia geral pode deliberar validamente, de maneira periódica e que são consideradas ordinárias, pois somente a assembléia geral pode deliberar sobre elas, de maneira periódica. As matérias extraordinárias são aquelas sobre as quais não há qualquer previsão da necessidade de deliberação periódica.

Em face dessa diversidade de matérias, a lei versa sobre Assembléias Gerais Ordinárias (AGO) e Assembléias Gerais Extraordinárias (AGE). Como já mencionado as matérias ordinárias são determinadas pela lei de modo taxativo, fechado, e constam do art. 132 da Lei das S.A. Anualmente, nos quatro primeiros meses do ano seguinte ao término do exercício social⁸, deverá haver uma AGO

⁸ No direito brasileiro o exercício social é de um ano e a data do término é fixada no estatuto, podendo ou não coincidir com o ano civil.

para deliberar sobre:

- I. tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras;
- II. deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos;
- III. eleger os administradores e os membros do conselho fiscal, quando for o caso;
- IV. aprovar a correção da expressão monetária do capital social (art. 167)”
(GUSMÃO, 2002)

As matérias extraordinárias, objeto de competência da AGE, pela sua própria característica, não estão estabelecidas em nenhum rol. Como regra prática, pode-se afirmar que toda a matéria de competência da AG não inserida no rol de competências da AGO será, por conseqüência, de competência da AGE. A deliberação, em assembléia geral ordinária, sobre assuntos reservados às assembléias extraordinárias implica nulidade do ato (CORRÊA-LIMA, 2003).

Quanto à convocação da assembléia geral, a lei prescreve detalhadamente a forma, que deverá ser feita mediante anúncio publicado em jornal por três vezes, no mínimo, contendo local, data hora, ordem do dia e, no caso de reforma estatutária, a indicação da matéria. Os requisitos legais da publicação dos editais convocatórios são prescritos pelo art. 289 da Lei das S/A, sendo que os anúncios deverão ser feitos no órgão oficial do Estado – Diário Oficial – e em outro jornal de grande circulação editado na localidade em que está situada na sede da companhia, por três vezes, no mínimo, em cada um. A CVM pode, no entanto, determinar que os anúncios sejam também publicados em jornal de circulação editado nas localidades em que as ações da companhia sejam negociadas em Bolsa ou no mercado de balcão.

Quanto à antecedência da convocação, o art. 124 estabelece que a primeira convocação deva ser feita com um mínimo de quinze dias de antecedência, contando o prazo de publicação do primeiro anúncio. No caso da não realização da assembléia em primeira convocação, será publicada novo anúncio com antecedência de oito dias. No entanto, a CVM poderá, a seu critério, mediante decisão colegiada, a pedido de qualquer acionista e tendo ouvido a companhia, aumentar para até trinta dias o prazo de antecedência de publicação

do primeiro anúncio de convocação, quando a operação da companhia, por sua complexidade, exigir um prazo maior para que os documentos relativos às matérias deliberadas possam ser conhecidos e analisados pelos acionistas.

Além disso, a CVM também pode interromper por até quinze dias o curso do prazo de antecedência da convocação da assembleia geral extraordinária, a fim de conhecer e analisar as propostas submetidas à assembleia e determinar à companhia se há ou não propostas que violam dispositivos legais e regulatórios. Por determinação da CVM, os documentos das companhias abertas devem estar à disposição dos acionistas, para deliberação em assembleia geral, junto à bolsa de valores em que suas ações foram mais negociadas. Esta foi uma inovação trazida pelo § 6º acrescentado ao art. 122 pela Lei n. 10.303, de 2001.

Cabe ao Conselho de Administração convocar a assembleia geral, ou, caso não exista esse órgão, aos diretores, conforme observado no estatuto. Caso os órgãos da administração da companhia retardem por mais de um mês a convocação da assembleia geral ordinária, compete o Conselho Fiscal efetuar a convocação. Com relação a AGE, o Conselho Fiscal pode convocar sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, desde que incluam na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias. A assembleia geral também pode ser convocada por qualquer acionista, no caso dos administradores retardarem a convocação por mais de sessenta dias, conforme previsto pela lei e o estatuto. Pode ser convocada também por acionistas que representem mais de 5% (cinco por cento) do capital social – não somente do capital votante.

As assembleias são realizadas na sede da companhia, salvo motivo de força maior, sendo que somente a AG convocada na forma prescrita em lei pode instalar-se e deliberar validamente. A instalação válida da AG regularmente convocada depende da presença de um número mínimo de ações votantes, que é denominado de quorum de instalação e é variável, dependendo de se tratar de primeira – ¼ do capital votante – ou segunda – qualquer número – instalação. O Quadro 9 a seguir apresenta a regra relativa ao quorum de instalação da AG e a única exceção prevista em lei. No entanto, a AG que não observar as formalidades previstas em lei será considerada regular no caso do comparecimento de todos os

acionistas, inclusive daqueles que não têm direito a voto já que estes podem comparecer às assembleias gerais, discutir e influir nas decisões.

QUADRO 9 – QUORUM DE INSTALAÇÃO DA ASSEMBLÉIA GERAL

Regra geral (art. 125)		Exceção (art. 135)	
1ª Convocação	2ª Convocação	1ª Convocação	2ª Convocação
Presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 do capital social com direito a voto.	Qualquer número	Presença de acionistas que representem 2/3, no mínimo, do capital com direito a voto.	Qualquer número.

FONTE: Lei das Sociedades Anônimas

Quanto ao quorum deliberativo, a regra geral é que as deliberações da AG serão tomadas por maioria absoluta de votos, não sendo computados os votos em branco, entendendo-se maioria absoluta a maioria das ações votantes presentes à AG. As exceções previstas em lei são as referentes aos artigos 136, 221 e 300, sendo que o art. 136 determina a necessidade um quorum qualificado de metade dos acionistas votantes para deliberar sobre: criação de ações preferenciais; alterações nas ações preferenciais; redução do dividendo obrigatório; fusão ou incorporação da companhia; participação em grupo de sociedades; mudança do objeto; cessação do estado de liquidação da companhia; criação de partes beneficiárias; cisão; e dissolução da companhia. O art. 221 estabelece a necessidade de consentimento unânime dos sócios no caso de transformação da companhia em outro tipo societário; e o art. 300 também determina a necessidade de unanimidade no caso de mudança de nacionalidade. No atual contexto jurídico, as deliberações da assembleia geral deverão atender não apenas ao interesse dos acionistas, mas também ao interesse dos outros *stakeholders*.

Parece óbvio afirmar que uma AG convocada e instalada regularmente nem sempre poderá deliberar validamente por falta de quorum deliberativo – seja maioria ou unanimidade. No caso de empate, caso o estatuto não estabeleça procedimento de arbitragem e não contenha norma diversa, a AG será convocada, com intervalo mínimo de dois meses, para votar novamente a deliberação. Caso permaneça o empate e os acionistas não concordarem em submeter à decisão a uma terceira parte, cabe ao Poder Judiciário decidir no interesse da companhia.

Esta decisão dada pela lei tem sido criticada por vários doutrinadores, que a consideram “romântica e fora de propósito” (CORRÊA-LIMA, 2003).

A próxima importante seção da Lei n. 6.404, de 1976, é relativa aos documentos da administração, visto que os administradores devem comunicar até um mês antes da data marcada para a realização da assembléia geral ordinária, por anúncios publicados na forma do art. 124, seguindo as diretrizes de publicações das convocações da assembléia geral já comentadas nesta análise de dados. Esses documentos são: “(I) o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício anterior; (II) a cópia das demonstrações financeiras; (III) o parecer dos auditores independentes, se houver; (IV) o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e (V) demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na pauta do dia” (GUSMÃO, 2002).

O Capítulo XII trata da estrutura administrativa da sociedade. A administração da companhia é de competência do conselho de administração e da diretoria, conforme disposição do estatuto. O conselho de administração é o órgão de deliberação colegiada, sendo mandatário, na lei brasileira, para as companhias de capital aberto, tipo de empresa aqui estudada. O Capítulo XII é dividido em quatro seções. A seção I trata do conselho de administração. A seção II, da diretoria. A seção III estabelece normas comuns, aplicáveis a todos os administradores. A seção IV trata, especificamente, dos deveres e responsabilidades dos administradores.

O conselho de administração reflete a tendência de dissociação entre a propriedade e a gestão. O conselho de administração representa a propriedade da companhia. Os diretores exercem a gestão. Por isso, necessariamente, os conselheiros devem ser acionistas. Os diretores podem, ou não, ser acionistas. O conselho de administração será composto por, no mínimo, três membros eleitos pela assembléia geral e destituíveis por ela a qualquer tempo. Cabe ao estatuto estabelecer o número de conselheiros, ou o mínimo e máximo permitidos – observando a imposição da lei de serem no mínimo três –, bem como o processo de escolha e substituição do presidente do conselho e o modo de substituição dos conselheiros. O estatuto também estipula o prazo de gestão, que não poderá ser

superior a três anos, sendo permitida a recondução; as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho, que deliberará por maioria de votos. A lei brasileira também permite que o estatuto preveja sobre a participação, no conselho, de representantes dos empregados, desde que eleitos por eles mesmos de maneira direta e organizada pela empresa em conjunto com os sindicatos que os representam.

Na eleição dos conselheiros é facultado aos acionistas que representem no mínimo um décimo do capital social com direito a voto requerer a adoção do voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação votante tantos votos quantos sejam os membros do conselho, reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários. O voto múltiplo objetiva facilitar a representação do grupo de acionistas minoritários – não controladores – no conselho. No entanto, sua adoção não garante essa representação, pois sua eficácia depende da coesão e da estratégia dos minoritários, que não são controladores. Na sociedade anônima a minoria coesa e mobilizada contribui para o aprimoramento da administração dos negócios sociais.

O voto múltiplo é obrigatório quando requerido por acionistas que representem, no mínimo, um décimo do capital social com direito a voto, até 48 horas antes da assembléia geral. Cabe à mesa que dirigir os trabalhos da assembléia geral, informar aos acionistas o número de votos necessários para a eleição de cada membro do conselho. Sempre que a eleição do conselho for realizada pelo processo de voto múltiplo, a destituição de qualquer membro do conselho de administração péla assembléia geral importará destituição dos demais membros, devendo haver nova eleição.

A Lei n. 6.404, de 1976, restringiu os poderes da assembléia geral e da diretoria ao instituir, e tornar obrigatório, o conselho de administração como órgão deliberativo sobre várias matérias que eram de competência da assembléia geral. É o caso do controle da legitimidade da gestão dos diretores, inclusive o exame e a aprovação de suas contas. A lei também reduz a competência da diretoria ao determinar que caiba ao conselho de administração orientar os negócios sociais e convocar a assembléia geral.

Pela Lei n. 10.303, de 2001, passa a haver o reconhecimento expresso de que os acordos de acionistas vinculam seus subscritores bem como os membros do conselho de administração e os diretores eleitos, muito embora esses não sejam partes signatárias do referido acordo. É isso que faz o novo § 8º do art. 118, ao obrigar o presidente do conselho, ou o diretor-presidente da diretoria, a não computar o voto proferido pelo conselheiro ou diretor em desacordo com o direcionamento de voto dado pela maioria dos convenientes em reunião prévia. Tal vinculação consta também do novo § 9º, ao facultar que os conselheiros ou diretores eleitos em virtude do acordo votem pelo conselheiro ausente ou que, estando presente, abstenha-se de votar, visando com tal conduta obstruir o exercício regular do poder-dever de controle originado pelo § 2º do mesmo art. 118.

Na lei das S.A., Lei n. 6.404, de 1976, a vinculação das deliberações do conselho de administração ou da diretoria era considerada uma cláusula acessória do próprio acordo de acionistas. As sanções, portanto, para o descumprimento da cláusula acessória davam-se fora do âmbito da sociedade objeto do acordo. Tal cláusula foi bastante utilizada nos acordos de voto em sociedades que possuem conselho de administração, não sendo nunca contestada quanto à sua legitimidade e legalidade e sua validade e eficácia. Apenas não vinculava a sociedade, que poderia implementá-la, ou não, na assembléia geral, no conselho de administração ou na diretoria. A Lei n. 10.303, de 2001, não considera mais essa cláusula como acessória, sendo ela também vinculativa para a sociedade, que está obrigada a observá-la nas reuniões do conselho e da diretoria.

A competência decisória do conselho sobre as matérias que a lei especifica não é exclusiva no âmbito da administração. Também cabe à diretoria poder decisório sobre matérias de sua competência. O que caracteriza a competência do conselho é o seu regime deliberativo, ou seja, suas decisões terão valor somente se forem originadas de reunião regularmente convocada e instalada. Qualquer ato decisório isolado de seus membros será ineficaz. O requisito colegial refere-se às funções deliberativas sobre as matérias previstas em lei, o que não deve ser confundido com o poder individual de cada conselheiro junto aos diretores, visando obter destes, informações necessárias ao convencimento do

conselho no tocante ao controle da legalidade e da legitimidade – abuso e desvio de poder – da gestão da diretoria.

O conselho de administração, no direito brasileiro, goza de reserva de competência, ou seja, nenhum outro órgão pode deliberar sobre matérias que se configuram como de competência do conselho, caso da convocação da assembleia geral. Há casos em que o conselho tem competência exclusiva, como a nomeação dos diretores. Por outro lado, a lei estabelece que determinadas matérias sejam ou não da competência do conselho, conforme disposto em estatuto. Sendo estabelecido em lei as matérias de competência do conselho, nem a assembleia geral nem o estatuto podem restringi-lo. Em face do princípio da indelegabilidade de poderes e de reserva de competência, o rol das matérias determinado pela lei ao conselho é exaustivo e não exemplificativo. O estatuto pode, eventualmente, explicar melhor essas matérias, porém não pode atribuir poderes que caibam a outros órgãos da companhia.

Dentro dos limites do objeto social, é da competência do conselho determinar a política empresarial da companhia. Essa atribuição é expressa através da aprovação dos orçamentos, incluindo os investimentos, anuais e ou plurianuais; a formação das reservas estatutárias: de lucro a realizar e de capital. Tais matérias, depois de deliberadas, são submetidas à aprovação da assembleia geral, ou seja, na verdade o conselho propõe a política empresarial, que é efetivamente aprovada pela assembleia geral. No entanto, no caso da fixação da política da companhia, cabe ao conselho deliberar, por exemplo, sobre o nível de produção, a política de contratação de serviços, a expansão ou retração de mercados, não precisando ser aprovado em assembleia geral. Isto significa dizer que a fixação da política da companhia é de competência reservada que demanda aprovação da assembleia, enquanto o estabelecimento da política empresarial é uma competência reservada que não cabe à assembleia aprovar.

Ao eleger os diretores, o conselho deve estar atento à capacidade dos candidatos, visto que a responsabilidade dos seus membros é análoga à dos controladores, no que toca à eleição de administrador que saibam inapto moral ou tecnicamente. Os diretores eleitos não terão sua remuneração fixada pelo conselho. É a assembleia geral que tem competência para deliberar a respeito. Os

diretores serão sempre eleitos por maioria de votos, podendo a lei interna da companhia, estabelecer um quorum deliberativo necessário qualificado para a eleição. Não cabe, no conselho, a eleição em separado de diretores, embora a lei fale em voto em separado para a eleição de membros dos órgãos da administração, prerrogativa que cabe apenas à assembléia geral. O estatuto da companhia pode estabelecer uma série de requisitos especiais para a eleição de diretores, que devem ser estritamente observados pelos conselheiros quando no exercício de sua função de colégio eleitoral. A lei atribui ao estatuto a regulamentação tanto dos poderes como das atribuições de cada diretor, ou seja, esta matéria deve estar bastante explícita no estatuto. Compete também ao conselho destituir os diretores, sendo essa uma competência exclusiva sua.

O conselho de administração tem o controle da legalidade e da legitimidade – abuso ou desvio de poder – sobre os negócios jurídicos da competência da diretoria. Controle da legalidade e da legitimidade é o poder que o conselho tem de verificar se os atos de gestão e representação praticados pelos diretores estão em consonância com a lei e o estatuto, e se obedecem aos fins, aos requisitos e às eventuais formalidades exigidos por eles. Tal controle é permanente e não está reduzido apenas ao aspecto formal dos negócios jurídicos, mas abrange também a questão da consonância desses com o objetivo social e o lucro, de forma que estejam satisfeitas as exigências do bem público e a função social da empresa. Se, por acaso, for deliberada a inconsonância dos negócios da administração com os negócios sociais, os diretores não podem agir de maneira contrária a essa determinação. Se o fizerem, serão responsabilizados, conforme estabelecido no art. 158 da lei das S.A. O controle da legalidade e da legitimidade, traduzido na lei como a prerrogativa de fiscalizar a gestão dos diretores e examinar todos os documentos da administração, constitui o poder absoluto do conselho de administração de tomar conhecimento de todos os livros, papéis e arquivos da sociedade, sem que ninguém possa opor-se. Tal poder é exercido a qualquer tempo sem que haja necessidade de o conselho como um todo, ou seus membros individualmente, de justificar a fiscalização. Inclui-se neste poder de fiscalização a convocação dos diretores às reuniões do conselho com o objetivo de prestar esclarecimentos, informações e dados solicitados pelos próprios conselheiros, seja

individualmente ou por deliberação do órgão. Essa convocação é irrecusável por parte dos diretores, que são obrigados a responder a todas as questões apresentadas.

Na administração bipartida, que é o caso da lei brasileira para sociedades anônimas de capital aberto, com exigência de conselho de administração e diretoria, a competência originária para convocação da assembléia geral cabe ao primeiro, conforme determinado pelo art. 123. O conselho pode deixar de convocar a assembléia geral extraordinária se entender que a convocação não atende aos interesses sociais. Nesse caso, não haverá qualquer responsabilidade por parte de seus membros pela não convocação, já que a lei a faculdade substitutiva dos próprios acionistas, representando 5%, no mínimo, do capital votante, de convocar a assembléia, ao não serem atendidos em seu pedido, conforme estabelecido pelo art. 123. A convocação das assembléias gerais é resultado da deliberação do conselho, não tendo o seu presidente, secretário ou qualquer dos membros competência para fazê-lo individualmente, ainda que submeta tal ato a posterior ratificação do órgão.

A formulação do relatório da administração cabe conjuntamente ao conselho e à diretoria, por abranger atividades de ambos os órgãos. Esse relatório é a manifestação da concordância absoluta do conselho em relação à gestão dos diretores, inclusive com relação às contas formuladas por eles. É a aprovação da gestão dos diretores. O relatório apresentado pela administração é o resultado do exame das contas da diretoria as quais, se aprovadas pelo conselho, vincularão os seus membros. Os conselheiros não poderão ser responsabilizados pela gestão dos diretores antes que as contas tenham sido apreciadas pelo conselho. No entanto, pode-se argumentar que o controle de legalidade e legitimidade que cabe ao conselho vincula o órgão aos atos praticados pelos diretores, quando contrários à lei, ao estatuto ou ao interesse social. O conselho será, durante o exercício, responsável apenas pelos atos e negócios jurídicos que, fiscalizados e examinados por seus membros e levados à sua deliberação, tenham sido devidamente aprovados. Trata-se de responsabilidade sobre cada ato ou negócio específico, mas não pelo conjunto dos atos de gestão que se refletem nas contas da diretoria, correspondentes ao exercício. A lei pressupõe que a manifestação do conselho

sobre tais contas consolidadas no relatório da administração, é que se configura em responsabilidade.

Todas as informações, documentos e negócios jurídicos que não constem do relatório da administração, além de caracterizar fraude na gestão e falsidade das contas apresentadas, não são da responsabilidade dos conselheiros, pois estes só são responsáveis pelos documentos que chegam ao seu conhecimento. Os conselheiros que se opuserem à aprovação das contas através de comunicação à assembléia poderão votar, na assembléia contra a aprovação das mesmas, mesmo que sejam acionistas minoritários e ainda que o conselho as aprove por maioria.

Além do controle da legalidade e de legitimidade de todos os negócios jurídicos firmados pelos diretores, o estatuto pode atribuir ao conselho a competência de deliberar sobre os negócios jurídicos que sejam de relevante interesse para a companhia, caso em que a vontade social será declarada pelo conselho, restando aos administradores apenas a representação orgânica⁹ da companhia na formalização dos atos. No entanto, a falta de manifestação prévia do conselho, nesses casos, não invalida os negócios celebrados por terceiros de boa-fé, cujos direitos ficam sempre ressalvados. A inobservância do dispositivo estatutário caracteriza falta grave, acarreta a responsabilidade e a conseqüente destituição dos direitos implicados pelo conselho, conforme versam os arts. 158 e 159 da Lei n. 6.404, de 1976.

Outra competência estatutária do conselho é para a deliberação sobre a emissão de ações e bônus de subscrição, o que somente pode ocorrer em companhias de capital autorizado, conforme arts. 166 e 168. Isto porque, sendo o regime da companhia de capital fixo, essa competência passa a ser da assembléia geral (art. 166). E quanto aos bônus de subscrição, somente serão emitidos por companhia que adote regime de capital autorizado (arts. 75 e 76). Se o estatuto assim determinar, também caberá ao conselho da companhia aberta com capital autorizado dispor das sobras de ações e bônus não subscritos em aumento por

⁹ Poder legal dos diretores para realizar os negócios e atos jurídicos da sociedade.

subscrição particular.

Compete ao conselho autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação e oneração de bens e também a prestação de garantias e obrigações de terceiros e a constituição de ônus legais. Cabe também ao conselho escolher e destituir os auditores independentes da companhia. Outras competências são atribuídas ao conselho pela lei societária. É o caso da constituição de consórcio, que deve ser aprovada conforme o art. 279, “pelo órgão da sociedade competente para autorizar a alienação de bens do ativo permanente” (GUSMÃO, 2002). Caso o estatuto não atribua essa competência ao estatuto, cabe ao conselho deliberar sobre a matéria.

Uma das competências do conselho de administração é eleger a diretoria da companhia. A diretoria não é um órgão coletivo permanente, conforme § 2º do art. 143, na medida em que os diretores têm poderes e funções individuais de administração. O poder da diretoria exprime-se pelos atos de gestão e de representação que, individualmente, praticam e exercem os diretores, conforme o que, a respeito, dispuser, para cada um deles, o estatuto social. Por outro lado, tanto o conselho quanto a diretoria são órgãos de decisão administrativa, ambos com poderes que lhes são atribuídos pela lei e o estatuto. Não havendo disposição contrária no estatuto nem deliberação do conselho a respeito, compete a qualquer dos diretores a representação da companhia e a prática dos atos necessários ao funcionamento regular da companhia. Embora a diretoria não seja tratada pela lei como um colegiado, o estatuto pode estabelecer que determinadas decisões de competência dos diretores sejam tomadas em reunião da diretoria. Os membros do conselho de administração, até o máximo de 1/3, poderão ser eleitos pelo próprio conselho para cargos de diretores.

A diretoria será composta por duas ou mais pessoas físicas. O membro eleito da diretoria não precisa ser acionista, mas não havendo nada na lei que restrinja a possibilidade de ser ele um acionista. A qualificação necessária prevista em lei é que seja pessoa física – jamais uma pessoa jurídica pode ser eleita como membro da diretoria – residente no País, não havendo qualquer restrição a nacionalidade, desde que preencham os requisitos de capacidade exigidos pelo Código Civil ou por leis especiais. São inelegíveis as pessoas impedidas ou

condenadas pelos crimes previstos no art. 147 ou declaradas inabilitadas por ato da CVM. O estatuto determinará o número mínimo e máximo deles, designando respectivos cargos, poderes e funções. Por alteração estatutária, o critério adotado poderá ser modificado, bem como o número de membros da diretoria. Essa alteração de sistema ou numérica pode ser feita em meio à gestão dos diretores, sendo eficaz imediatamente. Caberá ao conselho, ou à assembléia geral, conforme determinado em estatuto, adaptar a diretoria à sua nova estrutura, elegendo ou destituindo diretores.

No sistema unitário, tanto a eleição como a destituição caberão à assembléia geral. No sistema bipartido – foco da análise deste estudo, pois é onde se incluem as empresas de capital aberto com ações em bolsa de valores – igual prerrogativa cabe ao conselho de administração. Tais poderes são indelegáveis, conforme estabelecido no art. 139. As conseqüências dessa diferença de poderes são bastante significativas. No sistema bipartidário, os acordos de acionistas e a representação proporcional ou de classes não prevalecem para a eleição de diretores, mas tão-somente para a de membros do conselho. Uma das razões é que deve haver unidade na administração, em virtude de que os diretores são, em princípio, escolhidos pelo conselho, não obstante na escolha de nomes possa interferir a vontade de grupos ou classes de acionistas agrupados em acordos de voto em bloco – conforme art. 118.

Além da unidade, os membros do conselho têm a responsabilidade funcional na escolha dos diretores – art. 152 –, partilhando-a com os controladores – art. 117 – no caso de diretores indicados pelo acordo de voto em bloco – art. 118. O princípio da competência exclusiva do conselho de administração para a eleição dos diretores vem sendo atenuado pelos tribunais brasileiros, permitindo-se que em sociedades fechadas com conselho, os acionistas indiquem, diretamente, os diretores, através de Acordo de Acionistas.

Seja qual for o órgão competente, a eleição dos diretores é individual, podendo ser por chapa em caso de acordo em bloco – art. 118 – e que esse processo por chapa não pode impedir a escolha de nomes por seus atributos técnicos e profissionais, o que é incompatível com o exercício individual dos poderes e funções dos diretores. Outra questão relevante é a que se refere à

eleição para mandatos escalonados, pois, diferente do que ocorre com o conselho, não há impedimento para adoção de regra estatutária nesse caso. Mas parece haver um consenso de que o mandato escalonado não é favorável para a harmonia da administração (CARVALHAL, 2003).

Os diretores poderão ser reeleitos pelo conselho de administração, sem qualquer restrição ou intervalo. Trata-se de regra de ordem pública que não pode ser anulada pelo estatuto, mas deve-se observar que o mandato máximo estabelecido na lei – três anos – visa, de um lado, impedir sua perpetuidade e, de outro, a destituição abrupta dos administradores. O mandato máximo previsto em lei não impede a reeleição nem limita as vezes que o diretor pode ser reconduzido. Quanto à destituição, cabe enfatizar que, no caso de administração bipartida, a destituição de diretores pelo conselho é irrecorrível à assembleia geral, por absoluta falta de fundamento legal, visto que o poder de destituir é indelegável – art. 139. A destituição torna-se eficaz a partir da deliberação tomada pelo órgão competente e, a partir desse momento, o diretor destituído não pode praticar nenhum ato de gestão ou de representação da sociedade. Exceção é feita para os diretores destituídos que permanecerem no cargo, por deliberação do conselho de administração, até a posse de seus substitutos – art. 150.

A lei enfatiza, conforme referenciado anteriormente nesta análise, o caráter de colegiado não permanente da diretoria (§ 2º do art. 143), determinando que o estatuto estabeleça as atribuições e poderes de cada diretor. A partilha dos poderes pelos diversos diretores nada tem que ver com os deveres legais que incumbem a todos eles, indistintamente, ou seja, a representação orgânica da companhia e a prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular – art. 144. O estatuto deve determinar as funções individuais dos diretores, e os preceitos que discriminam esses deveres formam o regime disciplinar da administração e a responsabilidade do administrados deve ser julgada nos limites de suas atribuições. Essa discriminação estatutária tem o efeito de exonerar de responsabilidade os diretores que não estejam encarregados daquelas funções, em caso de infração legal, exceto em caso de conivência ou negligencia, conforme o art. 158 da lei.

Além dos deveres gerais de administração e representação, os administradores têm o encargo de promover o arquivamento dos atos societários no Registro do Comércio e sua publicação legal – art. 289 –; firmar certificados de valores mobiliários emitidos pela companhia; escriturar e conservar os livros e documentos da companhia; elaborar as demonstrações financeiras do exercício e apresentar as respectivas contas da administração. Estabelecidos esses poderes de natureza legal, os diretores têm a competência para a prática de todos os demais atos de gestão ligados à exploração de seu objeto social, os quais deverão ser discriminados no estatuto em função dos cargos da diretoria.

Os diretores não têm poderes de disposição dos bens sociais constantes de seu ativo permanente, pois esta é competência exclusiva do conselho de administração, como já mencionado nesta análise. Entre os atos de gestão da competência dos diretores incluem-se: aquisição e arrendamento de bens e serviços ligados ao objeto social; a contratação de mão-de-obra e de serviços para a sociedade, com e sem relação de emprego; o recebimento dos créditos da companhia; contrair dívidas decorrentes dos negócios ordinários da companhia emitindo, aceitando e endossando título de crédito do comércio. Dentro desse amplo escopo, cabe ao estatuto determinar os poderes e funções de cada diretor, fazendo-o explícita e exaustivamente. Também deve ser estabelecido, no estatuto, o processo de representação orgânica da companhia, determinando quando ela é exercida em conjunto ou isoladamente, em razão dos negócios jurídicos envolvidos e de sua alçada.

A remuneração dos diretores é fixada pela assembléia geral, necessariamente, que deve levar em conta fatores previstos no art. 153 da lei. A participação dos diretores no lucro da companhia é fixada pelo estatuto – art. 152 – sem proibição de a assembléia geral deliberar sobre a distribuição em níveis superiores ao estatutariamente fixado.

Em regra, cada diretor age de maneira autônoma dentro de suas atribuições e poderes fixados no estatuto. Porém as principais decisões da diretoria necessitam de decisão colegiada, especialmente a elaboração das demonstrações financeiras e das contas da administração e todos os atos de disposição do ativo permanente da companhia e de dívidas de investimento e respectiva oneração de

bens, que devem ser deliberadas pela assembléia geral. O estatuto deve estabelecer as regras próprias da deliberação colegiada, inclusive prevendo a convocação, instalação e quorum, instalado e de deliberação, das reuniões de diretoria, que como as reuniões do conselho de administração, não prescindem das respectivas Atas de Reunião – art. 100 – sendo que não é admissível a adoção de ata sumária para as reuniões de diretoria – § 2º do art. 143 – posto que se trate de órgão da administração, cujas deliberações importam responsabilidade individual dos diretores – art. 158.

O art. 144 trata da “representação” dos administradores. Para dar prosseguimento a esta análise, é necessário definir representação e gestão. Representação é o poder de manifestar externamente, em relação a terceiros, a vontade social. Gestão é o poder de deliberação e decisão dos administradores (CARVALHAL, 2003). O poder de decisão cabe aos diretores individualmente, conforme discriminação estatutária. O poder de deliberação cabe aos conselheiros colegiadamente, por meio de reunião em que se decida a matéria, por maioria absoluta ou qualificada. O poder de deliberação cabe ordinariamente ao conselho de administração – art. 140 – e, sobre algumas matérias, também aos diretores – art. 143, § 2º. O poder de decisão é reservado aos diretores e assim também o de representação, conforme discriminação estatutária, sem embargo das ações colegiadas – art. 143, § 2º. O poder de representação é mais amplo do que o de gestão, pois aquele compreende também a execução das decisões e deliberações que são manifestantes de vontades surgidas no ambiente interno da companhia e que, na maioria das vezes, tornam-se eficazes mediante o exercício da representação. Por outro lado, as decisões e as deliberações não pressupõem representação, ao passo que esta última requer, necessariamente, uma vontade social que a legitime.

O princípio de igualdade de exigências, encargos e restrições contidos na lei aplica-se também aos membros dos órgãos técnicos e consultivos criados pelo estatuto da companhia – art. 160 – não se aplicando, no entanto, aos conselheiros fiscais, para os quais existem normas próprias sobre a matéria – art. 162. Não obstante esse caráter de mera racionalidade legislativa deve-se apontar a relatividade do preceito, pois nem sempre se aplicam uniformemente as mesmas

regras apontadas aos membros de um e de outro órgão administrativo. Pessoas que exercitam irregularmente poderes e atribuições dos administradores, seja por delegação ilegal, seja por abuso ou excesso de mandato, são equiparadas aos administradores no que diz respeito à responsabilidade.

As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se aos conselheiros e aos diretores. Poderão ser eleitos membros dos órgãos da administração pessoas naturais, devendo os membros do conselho de administração ser acionistas e os diretores residentes no País, acionistas ou não, conforme determinado pelo art. 146, da lei 1976. Não há muita uniformidade na orientação do direito estrangeiro em matéria de nacionalidade e residência de administradores de sociedade anônima. O código suíço das obrigações, por exemplo, exige nacionalidade suíça se a companhia tiver administrador único, e estabelece que a maioria dos administradores deva ser domiciliada na Suíça, em caso contrário. No direito italiano o código exige que o presidente e 2/3 do conselho de administração de sociedades *holdings* tenham cidadania italiana, não fazendo referência à questão da residência. No direito francês prevê a possibilidade de o presidente do conselho ser estrangeiro. No direito norte-americano não há exigência de que os diretores sejam residentes no estado em que se constituiu a companhia. Excepcionalmente, certos estados exigem que ao menos um diretor seja residente no estado e seja cidadão norte-americano.

Quanto à questão da admissibilidade de pessoa jurídica como administrador de companhia, enquanto a lei brasileira não permite esta situação, a lei francesa não se opõe à eleição de pessoa jurídica para o conselho de administração, porém seu representante no órgão está sujeito às mesmas obrigações e responsabilidades pessoais cabíveis a qualquer outro membro, sem prejuízo da responsabilidade solidária da pessoa jurídica que representa. A lei alemã, bem como a doutrina italiana, proíbe expressamente a eleição de pessoa jurídica para a diretoria e o conselho. Na Suíça, a lei exige o requisito de pessoa física, mas determina que os representantes orgânicos das pessoas jurídicas acionistas podem ser eleitos administradores. Nos sistemas norte-americano e

inglês, na omissão das leis, a eleição de pessoas jurídicas vem sendo admitida. Na Espanha, a omissão da lei tem criado divergência na doutrina.

O direito brasileiro vigente não determina um número mínimo de ações como requisito para o acionista ser membro do conselho, portanto o estatuto não pode estabelecer qualquer regra a respeito. Todo e qualquer acionista, titular de ações votantes ou não, pode ser eleito para o conselho, mesmo possuindo somente uma ação. Ao estabelecer número mínimo a lei estaria cerceando o direito do acionista de ser eleito pela assembléia geral, representando discriminação. Caso ocorra de, no curso do mandato do conselho, o conselheiro deixar de ser acionista, o mesmo perde a qualidade de administrador da companhia automaticamente, procedendo-se a sua substituição, conforme art. 150 da Lei n. 6.404, de 1976.

Costuma-se imaginar, na doutrina brasileira, uma distinção entre as funções do conselho de administração e da diretoria, posto que o primeiro órgão represente a propriedade e o segundo a gestão da companhia. O conselho é constituído por pessoas que têm interesse patrimonial congregando, portanto, os grandes acionistas. A diretoria é um órgão técnico com finalidade de “fazer a empresa funcionar”. Isso é dado como verdadeiro para as companhias fechadas. No entanto, nas abertas – e até mesmo nas fechadas de grande porte – a tendência é o conselho ser um órgão de prestígio e de representação no mundo dos negócios. Em conseqüência, parte dos seus membros tende a ser externa, pessoas que participam do quadro de acionistas apenas formalmente, a quem as empresas doam ações para habilitá-los a serem eleitos. Tais conselheiros – denominados conselheiros independentes – são figuras de projeção que agregam respeitabilidade e confiabilidade às atividades da empresa e à administração da mesma. Tendo em vista esta tendência, algumas legislações internacionais limitam o número de cargos que uma mesma pessoa pode exercer em diferentes companhias. Tal limitação tem a função de evitar o “estabelecimento de uma oligarquia com influencia simultânea em várias sociedades anônimas” (LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, e VISHNY, 1997). A lei francesa, por exemplo, limita em oito o número de conselhos de administração em que uma mesma pessoa pode participar. Na lei brasileira de 2001 – novo Código Civil – a limitação

do exercício simultâneo em diferentes companhias foi restringida na medida em que não pode ocorrer eleição em sociedades concorrentes – art. 147, § 3º, alínea I – ou quando ficar caracterizado conflito de interesses – alínea II do mesmo.

A matéria de qualificação para eleição e exercício de cargos de administração – art. 147 – é de regulação legal e o estatuto não pode inovar, suprir ou modificar a respeito, pois tais limitações, caso impostas pelo estatuto, seriam cerceadoras da liberdade do acionista de ser eleito para tais funções. Reforce-se aqui, que a lei brasileira não estabelece impedimento para que acionistas ocupem cargos de diretoria. No caso de o administrador ser anteriormente empregado da companhia, o seu contrato é suspenso e é mantido vínculo trabalhista unicamente para o efeito do restabelecimento do contrato de subordinação após a cessação do mandato de diretor ou de membro do conselho.

A lei societária inúmera os delitos que tornam a pessoa inelegível para o exercício de função de administrador da companhia, quais sejam: crime contra a administração pública; prevaricação; concussão, peculato; corrupção passiva; corrupção ativa; falsidade; contra a propriedade material e imaterial, ou seja, contra o patrimônio; e ainda, contra o consumidor. A inabilitação do agente dos crimes capitulados na lei demanda a sua efetiva condenação, sendo que o impedimento decorre tanto da condenação direta pela prática de crime tipificado, como de pena acessória representada. São inelegíveis, ainda, as pessoas declaradas inabilitadas por ato da CVM, no caso de companhia aberta.

O administrador da companhia deve atuar com idoneidade e correção na condução de seus próprios negócios, sendo necessário que, aos atributos de diligência, honestidade e boa vontade, se acrescentem a competência profissional específica, traduzida em escolaridade ou experiência, ou ambas. Tais requisitos estão expressos no art. 152 que fala em competência, reputação profissional e tempo de dedicação às funções.

Os deveres dos administradores são, basicamente, três: obediência – à lei e ao estatuto –, diligência e lealdade. A lei, nesse ponto, é bastante minuciosa. O princípio jurídico no qual se baseiam os deveres dos administradores é o de “viver

honestamente, não prejudicar ninguém, dar a cada um o que é seu” (CORRÊA-LIMA, 2003).

O dever de obediência significa respeito, acatamento e submissão à lei e ao estatuto da companhia. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão. No entanto, responde civilmente pelos prejuízos que causar, quando violar a lei ou estatuto – art. 158. O descumprimento do dever traduz-se em ato que não tenha relação com o objeto da sociedade definido pelo estatuto social.

O dever de diligência vai além de mera prudência. Significa zelo, aplicação, cuidado, atividade, rapidez e presteza. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo o homem ativo e idôneo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. O dever de lealdade, por sua vez, significa sinceridade, franqueza e honestidade, e versa sobre o fato de que os administradores não podem se beneficiar de sua condição utilizando informação privilegiada para obter ganho para si ou para outrem.

4.1.2 O Código das Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

O IBGC foi fundado em novembro de 1995 e o seu propósito é “ser a principal referência nacional em governança corporativa; desenvolver e difundir os melhores conceitos e práticas no Brasil, contribuindo para o melhor desempenho das organizações e, conseqüentemente, para uma sociedade mais justa, responsável e transparente” (IBGC, 2004). O Código das Melhores Práticas foi publicado pela primeira vez em maio de 1999. Em abril de 2001 houve uma primeira revisão, conseqüência dos avanços da lei brasileira que atestaram a importância da governança. Atualmente está em sua terceira edição. O Código tem um papel importante na disseminação do tema e busca fornecer os fundamentos da efetiva aplicação das boas práticas de governança corporativa no Brasil.

Segundo o IBGC, o objetivo do Código é indicar caminhos para as sociedades que permitam o aumento do valor da mesma através da melhoria do seu desempenho, facilitando acesso ao capital a custos mais acessíveis, contribuindo, assim, para a sua perenidade. O Código é dividido em 6 Capítulos: (1) Propriedade; (2) Conselho de Administração; (3) Gestão; (4) Auditoria independente; (5) Conselho Fiscal; (6) Conduta e conflito de interesses. Os princípios básicos do Código são: a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa. Os temas dos capítulos do Código, e seus princípios serão analisados a seguir.

A Lei das Sociedades Anônimas, Lei n. 6.404, de 1976, determina que os administradores tenham o dever de informar. O Código determina que, mais do que a obrigação de informar, a administração deve ter o “desejo de informar”, construindo uma boa relação de comunicação tanto interna quanto externamente. Essa transparência deve ir além das contas da administração e ao desempenho financeiro e econômico da companhia, estendendo-se para informações gerais que norteiam a ação da empresa e levam à criação de valor. A equidade é caracterizada pelo tratamento igualitário entre acionistas majoritários e minoritários e todas as demais partes interessadas. As empresas que aderem às melhores práticas de governança corporativa não devem ter, ou permitir, atitudes ou políticas discriminatórias de qualquer tipo. A prestação de contas – ou *accountability* – aparece nos códigos de melhores práticas, inclusive o brasileiro, como o dever dos administradores em prestar conta de seus atos a que os elegeram, respondendo integralmente por estes no exercício de seus mandatos. A responsabilidade corporativa está relacionada com a responsabilidade dos administradores – conselheiros e executivos – pela perenidade das organizações, adotando políticas de melhoria social e preservação ambiental. Segundo o IBGC, “responsabilidade corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua”, criando riqueza para a comunidade através das oportunidades de emprego, da qualificação da sua força de trabalho e estímulo ao desenvolvimento tecnológico.

Como comentado anteriormente, o Código está dividido em capítulos, que são aqui analisados. O primeiro capítulo trata da propriedade e utiliza os conceitos

da lei, onde cada sócio é um dos proprietários da companhia conforma a proporção do capital social que detenha. Segundo o Código, cada ação dá direito a um voto, independente da classe ou espécie da ação, conceito que difere um pouco daquele encontrado na Lei das S.A., que divide a ação em classes baseadas nas suas vantagens e direitos, e nem todas têm direito a voto, como visto na primeira parte desta análise. Essa relação uma ação igual a um voto, é fundamental para favorecer o alinhamento entre todos os interesses de todos os sócios, visto que o voto é considerado um efetivo instrumento de fiscalização. As companhias que aderem ao código devem evoluir para o conceito de “uma ação = um voto”, mesmo aquelas que possuam ações preferenciais, que devem ter direito a voto estabelecido em estatuto.

Ainda com relação à propriedade, o Código estabelece que os acordos entre os sócios, quando tratarem de compra e vendas de ações ou do exercício do voto, devem ficar disponíveis, assim como as alterações ou eventuais rescisões, aos acionistas, mesmo que àqueles que não estejam envolvidos no acordo, e não podem vincular ou restringir o direito de voto dos membros do conselho. Os acordos entre sócios não devem indicar diretores para a companhia. As companhias de capital aberto devem manter o maior número de ações possível em circulação como estímulo à dispersão, em benefício da liquidez da companhia.

Outro tópico tratado pelo código é a assembléia geral, que é tratada como órgão soberano da sociedade. O Código não traz nenhuma inovação nesse assunto, em relação ao que é apresentado pela lei. As principais competências, forma de convocação, pauta e registro são os mesmos constantes da lei. As alterações ficam por conta do local, data e hora – que devem ser escolhidos de forma a facilitar a presença do maior número de sócios, não sendo obrigatório que seja na sede da sociedade. A pauta, que deve ser bastante detalhada e não deve conter o item “outros assuntos”, para que não sejam revelados temas importantes sem necessidade. Também podem ser recebidas dos sócios, propostas de assuntos para serem incluídos na pauta, desde que enviados com a devida antecedência. As regras de votação devem estar bem-definidas e disponíveis desde o momento da publicação da convocação, para facilitar os processos de votação durante a assembléia. O sócio que tiver interesse particular

ou conflitante com os da companhia em alguma deliberação não deve participar da votação do mesmo. Esses conflitos devem ser resolvidos por meio de arbitragem, que deve constar do estatuto.

Nas negociações de aquisição em que haja transferência de controle, todos os sócios devem ser avisados, não apenas os controladores, sem que se o adquirente pagar um prêmio de controle este deve ser dividido entre todos os acionistas. Ainda sobre a propriedade, os detalhes sobre a forma de saída de sócios ou o fechamento de capital devem estar claramente previsto em estatuto. Essas, e outras informações são consideradas privilegiadas quando não foram divulgadas no mercado ainda, e não podem ser utilizadas por quem tiver conhecimento delas, principalmente se intencionar utilizá-la em benefício próprio. O Código determina que a empresa deva adotar mecanismos para assegurar o cumprimento de regras de confidencialidade, mas não determina quais são esses mecanismos.

Como mencionado anteriormente, o segundo capítulo do código trata do Conselho de Administração, e a primeira recomendação é que todas as companhias tenham esse órgão, que deve decidir pelo melhor interesse da empresa sempre, independente de quem eles representem. Além do conselho de administração, uma boa prática é eleger um Conselho Consultivo, principalmente nas empresas de capital fechado ou com controle familiar. A atuação e as responsabilidades do Conselho Consultivo devem estar bem definidas. No entanto, o Código não determina quem deve efetuar essa definição.

A missão do conselho e suas competências não diferem muito daquelas estabelecidas pela lei das S.A. e que já foram analisadas no item 4.1 deste capítulo. A missão do conselho é agir, sempre, no melhor interesse da organização, administrando situações de conflito ou divergência. Entre as competências do conselho recomendadas pelo Código, está definir a estratégia da organização, eleger e destituir o presidente da empresa e os demais administradores, o que está em consonância com os prescritos pela lei. Também cabe ao conselho aprovar o código de conduta da empresa e seu próprio regimento interno, que é o conjunto de normas e regras que explicita as responsabilidades, atribuições e rotinas de trabalho do conselho, e previne

situações de conflito com a diretoria e, mais especificamente, com o presidente da companhia.

Ao presidente do conselho de administração cabe, especificamente, a responsabilidade de garantir a efetividade e o ótimo desempenho do conselho e seus membros, estabelecendo objetivos e programas que ajudem o conselho a cumprir sua missão. Ele também é o responsável por presidir as reuniões do conselho, organizando e coordenando a agenda e as atividades dos demais conselheiros, conduzindo o órgão como um todo a seguir as regras da boa governança.

A recomendação do Código é que o papel de presidente do conselho de administração e presidente da companhia não seja exercido pela mesma pessoa, para que não haja concentração de poder em prejuízo de supervisão da gestão. No entanto, o presidente da companhia pode fazer parte do conselho de administração, desde que seja respeitada a recomendação do IBGC de que o presidente, ou outros membros da diretoria, não participem de uma parte da reunião do conselho. O Código também recomenda a criação de comitês especializados, compostos por membros do conselho e especialistas, que devem estudar os assuntos de competência de cada comitê e apresentar propostas ao conselho. A atuação dos comitês é regulamentada pelo regimento interno do conselho, e as informações obtidas pelo comitê devem estar disponibilizadas para todo o conselho.

Um dos comitês que o Código recomenda é o de Auditoria cuja responsabilidade é analisar as demonstrações financeiras, promovendo a supervisão da área financeira e garantindo que a diretoria desenvolva controles internos que sejam confiáveis. Também visa garantir que a auditoria interna funcione e que a auditoria independente avalie as práticas da Diretoria e da auditoria interna. Esse comitê deve ser formado por membros independentes do conselho, sendo que o conselheiro que é também diretor não deve participar do comitê de auditoria. Esse comitê deve reunir-se regularmente com o conselho de administração, o conselho fiscal, o presidente da empresa e os demais diretores, com os auditores independentes, controladas, coligadas e terceiros, sempre com o intuito de discutir questões relevantes aos assuntos financeiros da companhia.

O IBGC recomenda que o conselho seja composto por conselheiros independentes externos. Os conselheiros independentes são contratados por meio de processos formais, devendo ser qualificados de acordo com a definição do seu foco de atuação. Ele não tem vínculo com a sociedade, não pode ter sido empregado da companhia ou de suas coligadas. Os conselheiros externos não têm vínculo atual com a sociedade, mas não são independentes. Podem ser ex-diretores, acionistas ou diretores do grupo controlador. Os conselheiros internos são diretores e funcionários da companhia.

O Código recomenda que os conselheiros independentes e externos se reúnam regularmente, sem a presença dos conselheiros internos, para poderem avaliar a gestão da diretoria. Além disso, a cada ano deve ser feita uma avaliação formal do desempenho do conselho como um todo, e de cada um dos conselheiros em particular, em processo conduzido pelo presidente do conselho. O IBGC estabelece um conjunto de qualificações dos conselheiros, que deve possuir capacidade para ler e entender relatórios gerenciais; ausência de conflito de interesses; valores alinhados com o da companhia; conhecimento das melhores práticas de governança corporativa; integridade pessoal; motivação e disponibilidade de tempo para participar do dia-a-dia da companhia; capacidade para trabalhar em equipe; e visão estratégica.

O prazo do mandato do conselheiro deve ser, preferencialmente, de um ano, com possibilidade de recondução para que se constitua um conselho experiente e produtivo. No entanto, a reeleição não deve ser automática, devendo ser admitida após avaliação formal do conselho e dos conselheiros. Todos os conselheiros devem ser eleitos na mesma Assembléia Geral. Os conselheiros devem ser remunerados pelos seus trabalhos nas bases estabelecidas pelos sócios. Ao estabelecer a remuneração, deve-se considerar se reflete adequadamente o tempo, esforço e experiência dos conselheiros, propiciando incentivo e não comprometendo a capacidade dos conselheiros de exercer um julgamento independente. O Código sugere que uma referência pode ser o valor da hora de trabalho do presidente da companhia, mas determina que, seja qual for a remuneração, deve ser divulgada.

Outras funções do conselho são: ser o porta-voz da companhia para a sociedade; eleger o principal executivo e deixar que ele escolha os outros diretores, que devem ser aprovados pelo conselho; avaliar, anualmente e de maneira formal, o desempenho da diretoria executiva; estabelecer um plano de sucessão do principal executivo; indicar anualmente uma pessoa para assessorar os trabalhos formais do conselho; submeter-se a programas de treinamento contínuo para atualização e reciclagem de conhecimentos. O Código não considera a eleição de conselheiros suplentes como uma boa prática, exceto nos casos de impedimento definitivo, pois considera que as substituições eventuais não dão condições satisfatórias para os suplentes estarem familiarizados com os assuntos da sociedade. As deliberações do conselho de administração são estritamente confidenciais.

O próximo capítulo a ser analisado que tem relevância para esta análise, é o que trata da gestão. Ele inicia estabelecendo a competência do presidente da empresa, que deve prestar contas ao conselho, já que deve executar as diretrizes impostas por este. Outra atribuição do presidente da companhia é indicar os diretores para que sejam aprovados pelo conselho. Todas as informações pertinentes, além daquelas obrigatórias por lei, devem ser prestadas pelo presidente tão logo estejam disponíveis. Quanto ao relatório anual, o código estabelece que as informações dele constante não devem estar restritas ao exigido pela lei, mas devem envolver todos os aspectos da atividade empresarial, incluindo menção às boas práticas de governança corporativa adotadas pela companhia; informações sobre a remuneração dos administradores; demonstrações financeiras que estejam de acordo com as práticas de contabilidade internacional; entre outros.

O presidente da empresa é responsável pela criação de sistemas de controle internos que ajudem a organizar e monitorar as informações com alto grau de confiabilidade. Além disto, ele deve também desenvolver um código de conduta que deve ser aprovado pelo conselho. Anualmente o presidente da empresa deve ser avaliado pelo conselho, sendo ele próprio, responsável pelo processo de avaliação da diretoria e por informar os resultados desta avaliação ao conselho de administração.

A remuneração da diretoria deve ser estruturada de maneira vinculada ao desempenho da organização, criando incentivos para a criação de valor a longo prazo. A política de remuneração da diretoria deve ser procedimentada e disponibilizada a todos os diretores, no entanto, nenhum diretor deve estar envolvido em decisão que diga respeito à sua própria remuneração. O Código também recomenda que opções de compra de ações da companhia a preços descontados, como forma de remuneração, sejam evitadas. O sistema de avaliação e remuneração dos executivos deve ser de longo prazo, contendo uma simetria de riscos entre executivos e companhia, para evitar que a diretoria aja em benefício próprio em detrimento dos interesses dos acionistas. A estrutura de incentivos deve incluir indicações bem definidas dos limites de atuação de cada agente para evitar que uma mesma pessoa seja responsável pelo processo decisório e pelo seu controle. A diretoria também deve facilitar o acesso dos membros dos conselhos – de administração e fiscal – às instalações da empresa, às informações e aos arquivos e aos documentos necessários ao bom desempenho de suas funções.

De acordo com a lei, toda a sociedade anônima deve ter auditoria independente, assunto do capítulo quatro do Código, visto que se trata de um agente de governança corporativa. Os auditores independentes devem expressar claramente opinião sobre as contas da administração. O comitê de auditoria é o responsável por estabelecer o plano de trabalho dos auditores independentes e o acordo de honorários. Este comitê deve recomendar ao conselho a contratação, remuneração, retenção e substituição da auditoria independente. O IBGC também sugere que a contratação de auditoria independente seja feita por período pré-definido, podendo ser recontratados após avaliação formal e documentada, efetuada pelo comitê de auditoria e pelo conselho de administração. Os auditores independentes não devem estabelecer nenhum tipo de vínculo com a sociedade, a não ser aqueles de auditoria estabelecidos em contrato de prestação de serviços de auditoria independente. Na eventualidade de a sociedade contratar um membro da equipe da auditoria para desempenhar um papel de supervisão dos relatórios financeiros, o comitê de auditoria – ou o conselho de administração, na ausência deste – deve ser imediatamente notificado. No caso de o sócio responsável pela

auditoria ser contratado pela sociedade, o conselho deve avaliar a continuidade da relação com os auditores independentes.

O conselho fiscal é assunto do capítulo cinco do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC. O conselho fiscal não é obrigatório segundo a lei, mas é considerado como parte importante dos sistemas de governança corporativa. Tem a função de fiscalizar os atos da administração e opinar sobre determinadas questões de interesse dos sócios. É visto pelo IBGC como uma ferramenta que agrega valor à sociedade, pois age como uma forma independente de controle em benefício dos sócios. A lei define a forma de eleição dos conselheiros fiscais, sendo que os controladores devem abrir mão da prerrogativa de eleger a maioria dos membros, permitindo que o último membro do conselho fiscal seja eleito por sócios que representem a maioria do capital social. Controladores e minoritários devem ter participação igual na eleição de membros, debatendo a composição do órgão antes da efetiva eleição.

Os membros do conselho fiscal determinam sua prioridade de trabalho, sempre em consonância com as expectativas dos sócios, e sua agenda, que deve incluir uma relação de reuniões ordinárias. O conselho fiscal é encorajado pelo Código a ter seu próprio regimento interno. Que não deve inibir a atuação individual dos conselheiros. A responsabilidade dos conselheiros é para com a sociedade, devendo sempre agir com equidade e lisura, transparência e confidencialidade. O conselho fiscal não substitui o comitê de auditoria, e suas atividades devem estar coordenadas, sendo recomendável que esses órgãos tenham reuniões conjuntas, com eventual participação dos auditores independentes, quando solicitado. Com relação a estes ainda, o conselho fiscal deve acompanhar seus trabalhos e o seu relacionamento com a administração, devendo ambos os órgãos buscar uma agenda de trabalho que seja mutuamente benéfica. A administração deve disponibilizar aos membros de conselho fiscal os relatórios e recomendações emitidas pelos auditores independentes.

O conselho fiscal deve acompanhar o trabalho da auditoria interna em cooperação com o comitê de auditoria, sendo que o conselho de administração pode determinar a existência de canais de comunicação entre estes dois órgãos para garantir o monitoramento independente das atividades da empresa. Os

conselheiros fiscais têm remuneração adequada às suas atividades, experiência e qualificação. Além disso, terão direito a reembolso de despesas incorridas no cumprimento de suas atividades. Os pareceres do conselho fiscal devem ser inclusos na política de divulgação de informações da companhia.

O capítulo final do Código trata do assunto conduta e conflito de interesses e determina que toda a sociedade deva ter um código de conduta, elaborado pela diretoria e em consonância com os princípios e políticas definidos e aprovados pelo conselho de administração. O código de conduta deve ser seguido pelos administradores e funcionários da companhia. A abrangência do código atinge todos os *stakeholders* da companhia e deve contemplar tópicos como, por exemplo, responsabilidades sociais e ambientais; cumprimento das leis e pagamento de tributos; conflito de interesses; relações com a comunidade; exploração do trabalho adulto ou infantil; entre outros assuntos. O Código caracteriza como conflito de interesses quando “alguém não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daquelas da sociedade”. O conflito de interesses deve ser prontamente manifestado, sendo que é dever dos membros do conselho monitorar e administrar potenciais conflitos de interesse de forma a evitar o mau uso dos ativos da companhia e os abusos em transações entre partes relacionadas. Assim que o conflito de interesses em relação a um tema específico seja identificado, a pessoa envolvida deve afastar-se imediatamente das discussões e deliberações, sendo que este afastamento deve estar registrado em ata.

4.1.3 As Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários Sobre Governança Corporativa

Além das regulamentações para as empresas listadas em bolsas de valores, a CVM lançou uma cartilha com recomendações relativas a boas práticas de governança corporativa. A CVM estabelece que a adesão não é obrigatória, e o descumprimento não é passível de punição. No entanto, a CVM exige uma breve inclusão nas informações anuais das companhias abertas sobre a indicação do

nível de adesão às práticas recomendadas pela cartilha. Isto significa dizer que, ao não adotar uma recomendação, a companhia pode explicar suas razões.

O objetivo da CVM ao publicar suas recomendações é estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro através da divulgação de práticas de boa governança corporativa. O objetivo da cartilha é orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários.

A primeira recomendação da CVM é com relação à transparência: nas assembleias, na estrutura acionária e no grupo de controle. Segundo a CVM, é recomendável que as assembleias gerais sejam realizadas em data e hora que facilitem o acesso dos acionistas, sendo que o edital de convocação deve conter descrição detalhada e precisa dos assuntos a serem tratados, inclusive matérias sugeridas por acionistas minoritários, independente do percentual exigido por lei para convocação de assembleia geral dos acionistas. A CVM recomenda que a assembleia geral ordinária seja realizada na data mais próxima possível ao fim do exercício fiscal, para facilitar a participação dos acionistas, assegurando que todas as informações relevantes sejam transmitidas a todos os acionistas.

Quanto ao prazo de convocação para as assembleias, para a CVM ele está diretamente ligado à complexidade da pauta. Quando as matérias da assembleia forem muito complexas, a recomendação é que a companhia deve convocar a assembleia com antecedência mínima de 30 dias. Esta recomendação objetiva evitar o desgaste causado pela solicitação dos acionistas minoritários para prorrogação do prazo de convocação, conforme previsto em lei, nos casos de matérias complexas. As companhias com programas de DR – *Depositary Receipt* – representativos de ações com direito a voto, devem convocar a assembleia com antecedência mínima de 40 dias. Dessa maneira, permite-se a maior participação dos detentores de DRs nas assembleias gerais das companhias.

Os acordos entre acionistas, mesmo aqueles em que a companhia seja interveniente, devem estar disponíveis aos demais acionistas, visto que o conhecimento destes, bem como do estatuto, é fundamental para que os acionistas

possam avaliar plenamente o funcionamento da sociedade e os seus direitos. Além disso, a cartilha também recomenda que a companhia deva adotar, e tornar público, um procedimento padrão que facilite ao acionista obter a relação dos acionistas, suas respectivas quantidades de ações, e seus endereços para correspondência. Este último apenas no caso de acionista detentor de, pelo menos, 0,5% do capital social. Essa recomendação, apesar de já prevista em lei, visa facilitar esta prática, pois a padronização de procedimentos simplifica o acesso periódico à lista de acionistas. A lista deve ser entregue em meio eletrônico de padrão comum no mercado.

A última recomendação da cartilha com relação à transparência é referente ao processo de votação. O estatuto deve regular claramente as exigências necessárias para voto e representação de acionistas em assembleias, objetivando facilitar a votação. Para tanto, a companhia deve adotar o princípio da boa-fé, presumindo que as declarações de representação são verdadeiras. Nenhuma irregularidade formal deve ser motivo para impedimento do voto.

O segundo conjunto de recomendações da cartilha da CVM é relativo à estrutura e responsabilidade do conselho de administração. Quanto à função, composição e mandato do conselho, a cartilha recomenda que este deva atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, garantindo a consecução de seu objeto social e orientando a diretoria na maximização do retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento. O conselho deve ter um mínimo de cinco, e um máximo de nove membros tecnicamente qualificados, visto que o conselho deve ser grande o suficiente para assegurar ampla representatividade, mas não tão grande que comprometa a eficiência do órgão. Além disto, pelo menos dois membros devem ter experiência em finanças, sendo responsáveis pelo acompanhamento minucioso das práticas contábeis adotadas pela companhia. Também é recomendado que o conselho tenha o maior número possível de membros independentes. A cartilha também permite que as companhias com controle compartilhado tenham um número de conselheiros superior a nove membros. O mandato dos conselheiros deve ser unificado, como previsto em lei, com prazo de gestão de um ano, permitida a recondução. O mandato unificado

facilita a representação de acionistas minoritários no conselho, princípio já contemplado pela lei brasileira das sociedades anônimas.

Quanto ao funcionamento do conselho e aos comitês, a CVM recomenda que o conselho adote um regimento interno com procedimentos sobre suas atribuições e periodicidade mínima de reuniões, incluindo disposições sobre o método de convocação das mesmas, direitos e deveres dos conselheiros, relacionamento com a diretoria e procedimentos para solicitação de informações. O regimento também deve dispor sobre a criação e funcionamento de comitês especializados – cujo funcionamento e composição são semelhantes aos preconizados pelo Código do IBGC. O conselho deve ser autorizado a solicitar a contratação de especialistas externos para auxiliar decisões, sendo que o estatuto da companhia deve autorizar qualquer membro do conselho a convocar reuniões dos comitês, quando o conselheiro responsável pela matéria não o fizer. Os comitês especializados devem ser compostos por alguns membros do conselho de administração para estudar seus assuntos e preparar propostas que serão submetidas à deliberação do próprio conselho. Os conselheiros deverão receber os materiais que serão objetos de deliberação nas reuniões, com antecedência compatível com seu grau de complexidade. Além disto, conforme recomendado também pelo IBGC, o conselho deve fazer, anualmente, uma avaliação formal do principal executivo da companhia.

A cartilha recomenda que os preferencialistas¹⁰ elejam um membro do conselho, por indicação e escolha próprias, embora até 2006 a lei das S.A. estabeleça que os acionistas preferencialistas devem escolher um membro do conselho a partir da lista tríplice elaborada pelo acionista controlador.

A cartilha também recomenda que, para evitar conflitos de interesses, os cargos de presidente do conselho de administração e presidente da companhia devem ser exercidos por pessoas diferentes, isto porque é função do conselho fiscalizar a gestão dos diretores.

¹⁰ Preferencialistas são acionistas detentores de ações do tipo preferencial, com ou sem direito a voto.

O terceiro capítulo da cartilha de recomendações da CVM trata da proteção aos acionistas minoritários. As decisões relevantes devem ser deliberadas pela maioria do capital social, cabendo um voto a cada ação, independente de classe ou espécie. Em certas matérias – por exemplo, aprovação de laudo de avaliação de bens a serem incorporados ao capital social; alteração do objeto social; redução de dividendo obrigatório; fusão, cisão ou incorporação; negociações relevantes com partes relacionadas – a restrição de direito de voto que tiver sido imposta às ações preferenciais fica anulada, pois seu impacto nos direitos dos acionistas na faz distinção. No entanto, nas negociações com partes relacionadas, as partes interessadas não podem votar.

De acordo com a lei, o adquirente de ações representativas do controle acionário é obrigado a fazer oferta pública de aquisição, não só das ações ordinárias, mas das ações de todas as classes ou espécies. Portanto, o preço ofertado aos acionistas minoritários deve se estender a todas as ações da companhia, independente de espécie ou classe. Para as companhias constituídas após a entrada em vigor da Lei n. 10.303, de 2001, o adquirente deve oferecer o mesmo preço pago pelas ações de controle de todas as classes ou espécies. O objetivo é que as companhias mais novas se constituam de forma a garantir tratamento igual a todos os acionistas, minoritários ou controladores, independente de classe ou espécie de ação que possuírem.

O conselho de administração deve certificar-se que as negociações com partes relacionadas estejam refletidas de forma clara nas contas da administração, que tenham sido feitas por escrito e em condições de mercado. O estatuto deve proibir contratos de prestação de serviços por partes relacionadas com remuneração baseada em receita ou faturamento, além de coibir contratos de mútuo entre o controlador e as partes relacionadas. A transparência dos contratos celebrados entre partes relacionadas é essencial para garantir o direito de fiscalização e acompanhamento dos atos da gestão, sem prejuízo do dever de promover ampla divulgação ao mercado, quando a contratação configurar fato relevante. Os contratos entre partes relacionadas podem ser objetos de discussão em assembléia geral, caso os acionistas minoritários julguem necessário. Em regra, os contratos de mútuo entre a companhia e partes relacionadas devem ser

proibidos, pois já que a própria lei exige que tais contratos sejam celebrados em condições de mercado – prazo, taxa e garantias – se a parte relacionada busca crédito, deve fazê-lo através de terceiros e não por intermédio da companhia.

O estatuto deve determinar que, se a assembléia geral não deliberar pelo pagamento de dividendos fixos ou mínimos às ações preferenciais, ou a companhia não pagá-los no prazo permitido por lei, tais ações adquirem direito a voto. Caso a companhia não pague dividendos por três anos, todas as ações preferenciais adquirem direito a voto. O estatuto deve estabelecer, também, a adoção de soluções de divergências entre acionistas e companhia, ou entre controladores e minoritários, através de arbitragem. A adoção de tal prática visa acelerar a solução de impasses, sem prejuízo do julgamento, sendo que a eficácia da arbitragem depende da escolha de câmaras arbitrais cujos membros tenham qualificação necessária para avaliar matérias societárias.

A última recomendação da CVM que diz respeito à proteção dos acionistas minoritários estabelece que, as companhias abertas constituídas anteriormente ao Novo código Civil não devem elevar a proporção das ações preferenciais além do limite de 50% estabelecido pelo Novo Código Civil. Aquelas companhias que já tenham mais de 50% de seu capital representado por ações preferenciais não devem emitir novas ações dessa espécie. O objetivo desta recomendação é estimular as companhias a ter, cada vez mais, o capital composto por ações com direito a voto.

Finalmente, o último conjunto de recomendações da cartilha da CVM trata da auditoria e das demonstrações financeiras. Ele recomenda que, trimestralmente, a companhia deve divulgar, unto com as demonstrações financeiras, um relatório preparado pela administração contendo a discussão e análise de fatores que influenciaram o resultado, além de indicar os fatores de risco a que a companhia está sujeita, sejam eles internos ou externos. Os comentários relativos aos acontecimentos relevantes do período devem ser feitos tanto do ponto de vista contábil-financeiro, quanto do estratégico.

A cartilha também faz recomendações quanto à composição e funcionamento do conselho fiscal que, segundo os princípios da boa governança,

não deve ser composto por maioria eleita pelo acionista controlador. Além disso, objetivando a eficácia do órgão, o regimento interno deve incluir disposições sobre periodicidade e método de convocação de reuniões, disponibilizando antecipadamente os materiais a serem discutidos. O regimento deve dispor, também, sobre direitos e deveres dos conselheiros, relacionamento com a administração e auditores e procedimentos para solicitação de informações. O conselho fiscal também deve se reunir quando requerido por representante dos acionistas minoritários, desde que feito de maneira fundamentada. O conselho de administração deve prover meios adequados para o bom funcionamento do conselho fiscal, principalmente no que diz respeito aos pedidos de informações por parte dos conselheiros fiscais.

A cartilha da CVM também recomenda a criação de um comitê de auditoria, tal qual o faz o Código do IBGC. Segundo a CVM, esse comitê deve ser composto por membros do conselho de administração que tenham experiência em finanças, incluindo, pelo menos, um conselheiro que seja representante dos minoritários. O comitê de auditoria tem por função acompanhar e supervisionar o relacionamento do conselho de administração com o auditor independente. O comitê de auditoria e o conselho fiscal devem se reunir regularmente, e em separado, com os auditores, sem a presença da diretoria. Esta recomendação tem por finalidade disseminar e discutir as demonstrações financeiras entre agentes capazes de analisá-las e propor ao conselho de administração informações sobre a situação financeira da companhia. Caso um executivo da companhia seja membro do conselho de administração, este não pode ser membro do comitê de auditoria, visto que qualquer membro do comitê de auditoria pode solicitar reunião individual com diretor ou auditor, sempre que achar conveniente.

As práticas de boa governança recomendam a completa independência dos auditores como requisito da qualidade de sua atuação. Para garantir esta boa prática, o conselho deve proibir ou restringir a contratação do auditor da companhia para outros serviços que possam dar origem a conflitos de interesse. Também se deve restringir a prestação de outros serviços do auditor, sendo que o conselho deve estabelecer para quais outros serviços o auditor pode ser contratado. O documento de recomendações dos auditores deve ser revisado por todos os

membros do conselho de administração e do conselho fiscal. Esta recomendação considera o fato de que, freqüentemente, os auditores elaboram seu parecer e apresentam à administração da companhia uma lista de recomendações que inclui procedimentos que melhorariam a qualidade das demonstrações financeiras ou até das próprias rotinas da companhia. Este documento deve ser apresentado ao conselho de administração e ao conselho fiscal, visando à discussão e adoção, se for o caso, das medidas propostas.

A companhia deve disponibilizar informações a qualquer membro do conselho fiscal que assim solicitar, sem que haja limitações relativas a exercícios anteriores, visto que a capacidade de fiscalização do conselheiro fiscal deve ser a mais ampla possível, em virtude das responsabilidades que a lei impõe ao órgão. A companhia também deve adotar, além dos princípios de contabilidade em vigor no Brasil, normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo *IAS – International Accounting Standards* – e pelo *GAAP – Generally Accepted Accounting Principles*, atestados por auditor independente. Isto se justifica porque, segundo a CVM, os principais mercados estão caminhando para um padrão internacional de contabilidade que facilite aos investidores a análise do desempenho da companhia.

Conforme comentado anteriormente, a evolução do sistema legal e regulatório de um país é reflexo da evolução da governança corporativa naquele país (LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, e VISHNY, 1998). A intervenção é necessária para prevenir que os acionistas desenhem regras, documentos ou procedimentos ineficientes que possam engessar a ação dos administradores (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002). Por outro lado, as regulamentações, bem como a legislação, ajudam a evitar que os administradores tomem decisões que possam beneficiá-los privadamente, em prejuízo da companhia.

4.2 ANÁLISE DOS DADOS PRIMÁRIOS

A análise dos dados primários é, de fato, a análise das respostas às perguntas formuladas no questionário conforme descrito na metodologia apresentada no capítulo 3. Visando a melhor compreensão dos dados coletados, estes foram tratados de duas maneiras, conforme descrito a seguir:

(1) Foram analisados os dados coletados via questionários efetivamente respondidos por 14 das 39 empresas pesquisadas e os dados dos questionários preenchidos com dados coletados nas páginas da Internet de outras 15 empresas. Isso perfaz o total de 29 empresas cujos dados foram coletados. O apêndice 3 apresenta o detalhamento das empresas respondentes.

(2) Foram analisados os dados separados pelas categorias de análise: conselho de administração; estrutura de propriedade do capital; e mercado de aquisições. Além destas categorias analíticas foi analisada a motivação dos dirigentes em adotar algum nível de governança corporativa e o impacto desta adoção na valorização das ações das empresas.

O primeiro conjunto de dados analisado provém das 14 empresas que responderam ao questionário de perguntas abertas, fechadas ou dicotômicas e perguntas de múltipla escolha (apêndice 2) e das 15 empresas cujas respostas ao questionário do apêndice 2 foram obtidas no site. Foi analisado segundo a categoria analítica conselho de administração, sendo que o Quadro 10 apresenta os dados referentes à composição do conselho de administração nestas empresas.

QUADRO 10 – COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO – MEMBROS EFETIVOS E MEMBROS SUPLENTE

	Respondentes		Informações Site		Total Empresas	
	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)
Categoria Analítica - Conselho de Administração						
Grupo A: Conselho de Administração						
1.1 Composição do Conselho de Administração						
a) menos de 5			1	7%	1	3%
b) de 5 a 10	7	50%	8	53%	15	52%
c) mais de 10	7	50%	6	40%	13	45%
1.2 Conselheiros suplentes						
a) nenhum	8	57%	6	40%	14	48%
b) menos de 5	3	21%	1	7%	4	14%
c) de 5 a 10	1	7%	4	27%	5	17%
d) mais de 10	2	14%	4	27%	6	21%

Fonte: elaborado pela autora

Das empresas que efetivamente responderam o questionário percebe-se que 50% (cinquenta por cento) delas têm um número de membros compondo o conselho de administração que varia de cinco a dez, sendo que as outras sete empresas têm mais de dez membros compondo seus conselhos de administração. No caso das empresas cuja informação foi consultada no site, uma empresa – 7% (sete por cento) tem menos de 5 membros efetivos no seu conselho de administração, enquanto 53% (cinquenta e três por cento) – oito empresas – têm de 5 a 10 membros em seu conselho de administração e seis empresas – 40% (quarenta por cento) – têm conselho composto por mais de 10 membros. Ao analisarmos as duas fontes de informações conjuntamente, temos que a maioria das empresas pesquisadas tem entre 5 e 10 membros em seus conselhos de administração – 15 empresas ou 52% (cinquenta e dois por cento) –, enquanto 13 empresas têm mais de 10 membros. Apenas uma empresa – 3% (três por cento) – tem menos de 5 membros.

Quanto aos membros suplentes, a maioria das empresas (oito) respondentes não possui membros suplentes em seus conselhos – 57% (cinquenta e sete por cento), enquanto 21% (vinte e um por cento) – três empresas – possui menos de cinco membros suplentes; 7% (sete por cento) – uma empresa – possui de cinco a dez membros suplentes e 14% (quatorze por cento) – duas empresas – possui mais de dez conselheiros suplentes. Para as empresas cujos dados foram coletados no site, a maioria delas não possui conselheiros suplentes – 6 empresas. Apenas uma empresa possui menos de 5 suplentes entre seus membros do

conselho, enquanto quatro possuem de 5 a 10 membros suplentes e também quatro possuem mais de 10 membros suplentes em seus conselhos de administração. Ao ser analisado o total, percebe-se que a maior parte das empresas – 48% (quarenta e oito por cento), ou 14 empresas – não possuem conselheiros suplentes. Quatro empresas possuem menos de 5 suplentes, cinco possuem de 5 a 10 membros suplentes nos seus conselhos e seis possuem mais de dez.

A partir destes dados pode-se perceber um equilíbrio entre o número de membros efetivos do conselho, o que evidencia uma tendência de diminuição na composição numérica de conselheiros, principalmente considerando-se que a maioria dessas empresas (48%) não possui conselheiros suplentes. Esta tendência está de acordo com a teoria apresentada sobre conselhos unitários e com número menor de membros para que se evite a formulação e implementação de documentos que possam criar regras e procedimentos ineficientes (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002). Esta composição do conselho também está de acordo com a legislação brasileira analisada na primeira parte deste capítulo que determina que os conselhos de administração devam ser compostos por, no mínimo, três membros. No entanto, não está de acordo com as recomendações do Código do IBGC, que sugere que a composição ideal deve variar entre 5 e 9 conselheiros, dependendo do perfil da sociedade.

Continuando a análise da composição dos conselhos de administração são apresentados a seguir dados sobre o número de membros suplentes que compõem os conselhos de administração das empresas pesquisadas. Os dados são apresentados no Quadro 11 a seguir.

QUADRO 11 – COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO – MEMBROS INDEPENDENTES

	Respondentes		Informações Site		Total Empresas	
	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)
Categoria Analítica - Conselho de Administração						
Grupo A: Conselho de Administração						
1.5 Conselheiros Independentes						
a) nenhum	0	0%	2	13%	2	7%
b) menos de 2	0	0%	1	7%	1	3%
c) de 2 a 5	12	86%	10	67%	22	76%
d) de 5 a 10	1	7%	2	13%	3	10%
e) mais de 10	1	7%	0	0%	1	3%

Fonte: elaborado pela autora

Analisando este quesito, percebe-se que, para as quatorze empresas respondentes, doze (86% – oitenta e seis por cento) possuem de dois a cinco membros independentes entre seus conselheiros, enquanto 7% (sete por cento) – uma empresa – possui de cinco a dez membros independentes em seus conselhos e o mesmo número possui mais de dez. Para as empresas que tiveram seus dados coletados no site, duas – 13% (treze por cento) – não têm membros independentes compondo seus conselhos, enquanto uma empresa – 7% (sete por cento) – tem menos de dois conselheiros independentes e 10 empresas – 67% (sessenta e sete por cento) – possuem de 2 a 5 membros independentes e nenhuma empresa tem mais de 10 conselheiros independentes. No total, tem-se que 76% (setenta e seis por cento) das empresas têm de 2 a 5 conselheiros independentes entre seus membros.

Este dado está em concordância com a teoria apresentada que diz que deve haver uma composição apropriada do conselho de administração para a boa governança corporativa (DENIS e MCCONNELL, 2003), além de estabelecer uma associação entre os conselhos compostos por membros independentes e melhora na tomada de decisões (HERMALIN e WEISBACH, 2002). Está também de acordo com a recomendação do Código do IBGC sobre membros independentes compondo o conselho de administração. O Código do IBGC diz que, para empresas abertas, é recomendável que a maioria, senão todos, os membros do conselho sejam independentes. Para esta pesquisa verificou-se que este não é o caso.

Continuando a análise da categoria conselho de administração, são apresentados a seguir os dados coletados sobre o mandato dos conselhos de administração, conforme apresentado no Quadro 12 a seguir.

QUADRO 12 – MANDATO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

	Respondentes		Informações Site		Total Empresas	
	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)
Categoria Analítica - Conselho de Administração						
Grupo A: Conselho de Administração						
1.3 Mandato do Conselho						
a) menos de 6 m.	0	0%	0	0%	0	0%
b) de 6 m. a 1 a.	8	57%	9	60%	17	59%
c) mais de 1 a.	6	43%	6	40%	12	41%
1.4 Recondução						
a) sim	13	93%	15	100%	28	97%
b) não	1	7%	0	0%	1	3%

Fonte: elaborado pela autora

Os dados aqui mostrados referendam a concordância da atuação dos conselhos de administração com as recomendações da lei brasileira, do Código do IBGC e das Recomendações da CVM. Isto fica evidente na proporção de empresas que tem mandato de seus conselhos entre 6 meses e 1 ano – 59% (cinquenta e nove por cento) ou dezessete empresas – e daquelas cujo mandato dos conselhos é de mais de 1 ano – 41% (quarenta e um por cento) ou doze empresas do total de 29 empresas pesquisadas. Quanto à recondução, permitida por lei, mas facultativa para as organizações, 97% (noventa e sete por cento), ou seja, 28 empresas permitem a recondução, enquanto apenas uma empresa – 3% (três por cento) – não permite a recondução do mandato do seu conselho. Não foi avaliado aqui se o mandato dos conselhos é unificado considerando-se que essa é uma das imposições da BOVESPA para que as empresas sejam consideradas componentes do Nível 1, Nível 2 ou do Novo Mercado.

O próximo conjunto de dados sobre a composição do conselho de administração trata deste assunto em relação aos principais executivos das organizações. O Quadro 13 a seguir apresenta os dados coletados que ajudam a definir qual a tendência para adoção do modelo de governança corporativa.

QUADRO 13 – CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E PRINCIPAL EXECUTIVO

	Respondentes		Informações Site		Total Empresas	
	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)
Categoria Analítica - Conselho de Administração						
Grupo A: Conselho de Administração						
1.6 Principal Executivo é membro do Conselho de Administração						
a) sim	7	50%	4	27%	11	38%
b) não	7	50%	11	73%	18	62%
1.7 Presidente do Conselho de Administração é Presidente da Companhia						
a) sim	5	36%	2	13%	7	24%
b) não	9	64%	13	87%	22	76%

Fonte: elaborado pela autora

Os números referentes a este conjunto de dados mostram que há um equilíbrio com relação à participação do executivo principal das organizações no conselho de administração, com metade das empresas apresentando resposta positiva e metade negativa para as empresas que responderam ao questionário. No entanto, para aquelas que tiveram seus questionários respondidos com informações do site este equilíbrio não é evidente, já que 27% (vinte e sete por cento) – quatro empresas – tem o principal executivo como membro do conselho de administração e outras onze empresas não – 73% (setenta e três por cento). No total, 62% (sessenta e dois por cento) das 29 empresas pesquisadas – 18 empresas – não têm o executivo principal como membro do conselho de administração, enquanto em 11 empresas – 38% (trinta e oito por cento) o principal executivo não é membro do conselho de administração.

Quanto ao principal executivo ocupar a cadeira de presidente do conselho, isso é verdade para 36% (trinta e seis por cento) das empresas respondentes – cinco. Nas outras nove empresas – 64% (sessenta e quatro por cento), as cadeiras de presidente do conselho de administração e presidente da companhia (CEO) são ocupadas por pessoas diferentes. De acordo com informações dos sites das outras 15 empresas, em 87% (oitenta e sete por cento) delas – 13 empresas – o CEO e o Presidente do Conselho não são a mesma pessoa. No total, ainda é maior – 22 empresas, ou seja, 76% (setenta e seis por cento) – o número de empresas em que as cadeiras de presidente do conselho de administração e presidente da companhia (CEO) não são ocupadas pela mesma pessoa. Enquanto nos outros

24% (vinte e quatro por cento) – sete empresas – o presidente do conselho de administração e o presidente da empresa são a mesma pessoa.

O sistema legal e regulatório brasileiro não proíbe que a cadeira de presidente do conselho de administração seja ocupada pelo presidente da companhia, tal como o faz o Código Britânico (TURNBULL, 1997). Porém, tanto a CVM quanto o IBGC recomendam fortemente que haja distinção entre esses dois papéis nas empresas listadas. No caso da BOVESPA, esta não faz nenhuma exigência com relação a este aspecto, o que está mais próximo do modelo americano de governança corporativa (DENIS e MCCONNELL, 2003), conforme estabelecido no referencial teórico desta dissertação.

A última categoria de dados referente ao conselho de administração diz respeito às funções do conselho de administração, cujos dados são apresentados no Quadro 14 a seguir.

QUADRO 14 – FUNÇÕES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

	Respondentes		Informações Site		Total Empresas	
	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)
Categoria Analítica - Conselho de Administração						
Grupo A: Conselho de Administração						
1.8 Conselho de Administração determina a estrutura de remuneração do Principal Executivo						
a) sim	10	71%	13	87%	23	79%
b) não	4	29%	2	13%	6	21%
1.9 <i>Stock Options</i> como remuneração dos executivos						
a) sim	10	71%	5	33%	15	52%
b) não	4	29%	10	67%	14	48%

Fonte: elaborado pela autora

As funções do conselho de administração são prescritas, em sua maioria, pela legislação, podendo ser ampliadas e especificadas no estatuto das organizações. Uma das funções prescritas na lei diz respeito à remuneração dos administradores. Entenda-se aqui que a determinação do montante total de remuneração dos administradores é determinada pela Assembléia Geral, sendo responsabilidade do conselho a determinação da estrutura de remuneração dos administradores, salvo estabelecido em contrário no estatuto social.

Com relação a este aspecto, foi identificado que, para os conselhos de administração das empresas pesquisadas, 79% (setenta e nove por cento) têm

entre suas funções determinar a estrutura de remuneração do principal executivo. Composto a remuneração dos principais executivos das 29 empresas respondentes, 52% (cinquenta e dois por cento) deles contam com prêmios do tipo *stock options*. Este dado está de acordo com a tendência apresentada por Murphy (1999) e Core, Guay e Larcker (2001) de alinhamento entre os interesses dos altos executivos aos interesses dos acionistas, perspectiva que contribui para a boa governança.

Feita a análise dos dados das empresas pesquisadas referente à categoria analítica conselho de administração, passou-se à análise da categoria analítica estrutura de propriedade do capital para as 29 empresas componentes da amostra, conforme apresentado no Quadro 15 a seguir.

QUADRO 15 – ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DE CAPITAL

	Respondentes		Informações Site		Total Empresas	
	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)
Categoria Analítica - Estrutura de Propriedade de Capital						
Grupo B: Estrutura de Propriedade do Capital						
2.2 Controle Acionário de investidor ou grupo investidor						
a) sim	12	86%	13	87%	25	86%
b) não	2	14%	2	13%	4	14%
2.3 Controle acionário de grupo familiar						
a) sim	7	50%	9	60%	16	55%
b) não	7	50%	6	40%	13	45%

Fonte: elaborado pela autora

A estrutura de propriedade de capital, tanto das empresas que responderam ao questionário quanto das que disponibilizam informações no site, tende a ser concentrada. No primeiro caso 86% (oitenta e seis por cento), ou seja, doze organizações, responderam que seu controle acionário pertence a um grupo investidor; e no segundo são 87% (oitenta e sete por cento), ou treze empresas, na mesma situação. No total, das 29 empresas pesquisadas, 25 têm controle acionário pertencente a um investidor único ou grupo investidor – não têm dispersão de controle. Com relação à origem desses grupos investidores, eles dividem-se igualmente em grupos familiares e não familiares – sete empresas para cada caso – nas empresas que responderam ao questionário. De acordo com as informações coletadas nos sites, de acordo com o informado no relatório IAN, 60% (sessenta por cento) das empresas – nove – tem controle acionário pertencente a

grupo familiar. Como auxílio para análise desta categoria foi solicitada informação sobre a composição acionária das empresas alvo da pesquisa, o que confirma os resultados demonstrados acima.

No entanto, apesar destas informações sugerirem a tendência de uma estrutura de propriedade concentrada, aproximando-se mais dos modelos Alemão e Japonês, não se pode afirmar que este controle seja centrado em banco, conforme acontece naqueles dois países. No entanto, a relação entre desempenho das ações e estrutura de propriedade do capital não é objeto deste estudo. O fato de estas empresas adotarem um modelo de propriedade mais concentrada pode significar que haja redução de conflitos já que uma maior interação entre propriedade e controle tende a levar a esta situação e, conseqüentemente, ao aumento no valor da empresa. Além disso, tende a haver um maior alinhamento entre os interesses dos gestores e dos acionistas, evitando-se, assim uma situação em que os gestores tenham maior liberdade para perseguir seus próprios objetivos e interesses próprios sem que existam maiores conseqüências (DENIS e MCCONNELL, 2003). A partir desta análise, pode-se dizer que o Brasil tem uma economia centrada, mas parecida com o modelo alemão, que tem outras empresas, seguido por famílias, como os blocos investidores principais na Alemanha (FRANKS e MAYER, 2001).

A categoria seguinte a ser analisada refere-se ao mercado de aquisições. Nesta categoria foi verificado se as companhias estudadas nesta dissertação passaram por um processo de privatização. Tal investigação tem respaldo no referencial teórico, uma vez que foi detectado aí que a preocupação do país com o assunto da governança corporativa intensificou-se após o processo de privatização que acometeu o país nos anos 90. Os resultados estão apresentados a seguir no Quadro 16.

QUADRO 16 – MERCADO DE AQUISIÇÕES

	Respondentes		Informações Site		Total Empresas	
	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)
Categoria Analítica - Mercado de Aquisições						
Grupo C: Mercado de Aquisições						
3.1 Companhia foi Privatizada						
a) sim	2	14%	1	7%	3	10%
b) não	12	86%	14	93%	26	90%
3.2 Companhia foi alvo de aquisição nos últimos 2 anos						
a) sim	0	0%	4	27%	4	14%
b) não	14	100%	11	73%	25	86%
3.3 Se sim, houve perda de controle acionário						
a) sim	0	0%	0	0%	0	0%
b) não	0	0%	4	27%	4	14%
3.4 Obteve controle acionário de outra empresa						
a) sim	7	50%	4	27%	11	38%
b) não	7	50%	11	73%	18	62%

Fonte: elaborado pela autora

A primeira pergunta desta categoria diz respeito exatamente à privatização. Das empresas que fazem parte da amostra, apenas três passaram por processo de privatização, ou seja, foram privatizadas, o que representa 10% (dez por cento). As outras 26 empresas não passaram por este processo, o que significa 90% (noventa por cento).

O mercado de ações brasileiro está em fase de consolidação (IBGC, 2004), portanto não parece incomum que apenas quatro – 14% (quatorze por cento) – das 29 empresas pesquisadas tenha sido alvo de aquisições nos últimos dois anos, sendo que em nenhum dos casos houve perda de controle acionário. Da mesma maneira, parece coerente que 11 empresas – 38% (trinta e oito por cento) – tenham obtido o controle acionário de outras empresas, sendo sete empresas respondentes e quatro cujas informações foram obtidas no site. Isso significa dizer que a maioria das empresas – 62% (sessenta e dois por cento), ou 18 empresas – não obtiveram controle acionário de outras empresas. Tais aquisições podem ser consideradas bem-sucedidas, pois houve ganho do controle acionário (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002). O mercado de aquisições, como explicitado no referencial teórico, é um mecanismo radical e, muitas vezes, caro de governança corporativa, sendo raramente utilizado nos modelos americano e inglês e quase não sendo utilizado nos outros modelos (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002).

Os dois próximos conjuntos de perguntas referem-se à motivação dos dirigentes em optar pela governança corporativa e ao impacto desta adoção no valor das ações das empresas – Quadro 17 e Quadro 18, respectivamente. A seguir é apresentado o Quadro 17, sendo que, para as empresas cujos dados foram coletados no site foi feito um esforço de entrar em contato com dirigentes da área de Relações com Investidores com a finalidade de melhor responder a este conjunto de questionamentos.

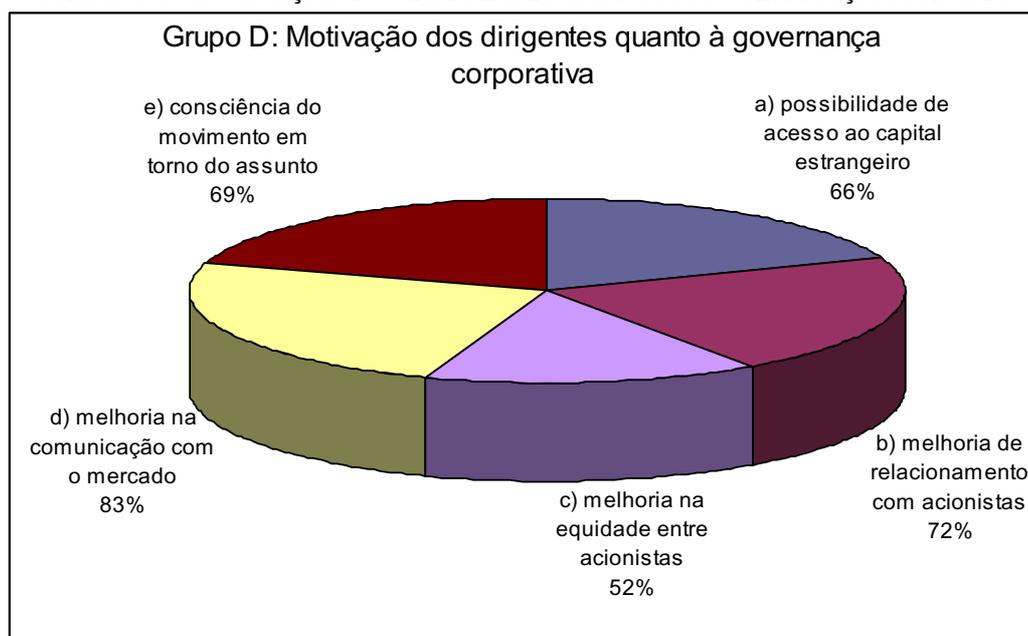
QUADRO 17 – MOTIVAÇÃO DOS DIRIGENTES

	Respondentes		Informações Site		Total Empresas	
	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)
Grupo D: Motivação dos dirigentes quanto à governança corporativa						
a) possibilidade de acesso ao capital estrangeiro	9	64%	10	67%	19	66%
b) melhoria de relacionamento com acionistas	13	93%	8	53%	21	72%
c) melhoria na equidade entre acionistas	9	64%	6	40%	15	52%
d) melhoria na comunicação com o mercado	11	79%	13	87%	24	83%
e) consciência do movimento em torno do assunto	8	57%	12	80%	20	69%

Fonte: elaborado pela autora

O Gráfico 1 a seguir é a expressão do Quadro 16 e auxilia a visualização dos resultados obtidos no total das 29 empresas pesquisadas.

GRÁFICO 1 – MOTIVAÇÃO DOS DIRIGENTES QUANTO À GOVERNANÇA CORPORATIVA



Fonte: elaborado pela autora

De acordo com o referencial teórico exposto no capítulo 2 desta pesquisa, parece existir um movimento em torno do assunto da governança corporativa, onde as empresas buscam priorizar a transparência e focar esforços para aumentar o retorno não só para acionistas majoritários, mas para os minoritários e também para todas as partes interessadas. Aqui, conforme já mencionado, analisou-se a motivação dos dirigentes, bem como se há consciência deles em torno do assunto. Esse grupo de perguntas permitia múltiplas escolhas, por este motivo, a soma dos fatores não é igual a 100%. Analisando os dados um a um, temos que, das 29 empresas respondentes, 66% (sessenta e seis por cento) – dezenove empresas – tiveram como motivação a possibilidade de acesso ao capital estrangeiro, sendo nove das que efetivamente responderam ao questionário e 10 cujas informações foram coletadas via internet. Dessa maneira, pode-se dizer que há uma tendência para estas empresas de estarem conectadas às determinações de mercado, pois o mercado americano de ações está saturado, sendo que os investidores tendem a procurar novos mercados, principalmente em países emergentes (IBGC, 2004). Esta tendência está também de acordo com a determinação da OECD e do Banco Mundial de priorização da reforma de governança corporativa em países de economia emergente (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002).

A questão seguinte a ser analisada diz respeito à transparência e à melhoria da relação com acionistas minoritários. Este é um fator motivacional para 72% (setenta e dois por cento) das empresas, ou seja, 21 empresas. Conjuntamente a este dado, tem-se que 24 empresas, ou seja, 83% (oitenta e três por cento) têm na melhoria da comunicação com o mercado um fator motivacional. Isto revela que estas empresas tendem a ter mais do que a responsabilidade e a obrigação de informar, elas têm o desejo de informar, o que está em concordância com o disposto sobre o assunto no Código das Melhores Práticas do IBGC (IBGC, 2004).

O IBGC (2004) coloca que a equidade deve ser uma das premissas da governança corporativa, sendo que o Código entende por equidade o tratamento igualitário entre acionistas majoritários e minoritários e todas as demais partes interessadas. Este é um fator motivacional para os dirigentes de 52% (cinquenta e duas) das empresas analisadas nesta seção, ou seja, 15 empresas. Quanto à

consciência do movimento existente em torno do assunto governança corporativa, 69% (sessenta e nove por cento), ou seja, 20 dirigentes de empresas têm consciência. Isso significa dizer que para apenas nove das empresas pesquisadas esse fator não é verdadeiro. Mais uma vez parece ficar evidente que os dirigentes das empresas aqui pesquisadas têm conhecimento das determinações da OECD e da situação do mercado de capitais no mundo.

Finalmente é apresentado o Quadro 18 que contém dados sobre o efeito da adoção de um nível de governança corporativa na valorização das ações das empresas alvo deste estudo.

QUADRO 18 – IMPACTO NA VALORIZAÇÃO DAS AÇÕES

	Respondentes		Informações Site		Total Empresas	
	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)	TOTAL	TOTAL (%)
Grupo E: Impacto da adoção de um modelo de governança na valorização das ações						
a) as ações foram valorizadas	9	64%	7	47%	16	55%
b) as ações foram desvalorizadas	0	0%	3	20%	3	10%
c) não houve alteração no valor das ações	5	36%	5	33%	10	34%

Fonte: elaborado pela autora

A análise dos dados desta seção mostra que em 55% (cinquenta e cinco por cento) dos casos – 16 empresas – ocorreu valorização das ações após a adoção de um modelo de governança corporativa, enquanto em três empresas – 10% (dez por cento) – houve desvalorização das ações. Em 34% (trinta e quatro por cento) das empresas não foi verificada alteração no valor das ações. Isto mostra que parece haver uma tendência de melhora no desempenho das ações das empresas que adotam algum modelo de governança corporativa.

4.3 RELAÇÃO DE ASSOCIAÇÃO

Conforme a metodologia descrita no capítulo 3, objetiva-se identificar os modelos de governança corporativa que são adotados por empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo nos Níveis 1 e 2 e Novo Mercado. Qual a composição e quais as funções do conselho de administração;

qual a estrutura de propriedade de capital e o mercado de aquisições; bem como a motivação dos dirigentes em adotar algum nível de governança corporativa e; o impacto da adoção no valor das ações dessas empresas.

A seguir são apresentados os mecanismos internos e externos de governança corporativa das empresas pesquisadas, a fim de responder as perguntas de pesquisa.

4.3.1 Conselho de Administração – Funções e Composição

Como forma de auxiliar na determinação das relações de associação entre os modelos identificados no capítulo 2 – Fundamentação Teórica – e os modelos adotados pelas empresas objeto deste estudo, são analisadas aqui as funções e a composição dos conselhos de administração das empresas pesquisadas. O Quadro 19 a seguir apresenta a comparação dos dados.

QUADRO 19 – RELAÇÃO DE ASSOCIAÇÃO ENTRE MODELOS IDENTIFICADOS E EMPRESAS PESQUISADAS – CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Mecanismos		Alemanha	Estados Unidos	Japão	Reino Unido	Empresas Pesquisadas
Conselho de Administração	Funções	- maximização da riqueza dos acionistas não é sua motivação principal; - papel não prescrito em lei;	- especialmente focado nos interesses dos acionistas; - determinar a estrutura e o nível de remuneração dos altos executivos;		- focados nos ganhos dos acionistas;	- focado nos ganhos dos acionistas; - órgão colegiado de deliberação; - eleição dos administradores e determinação da estrutura de remuneração da administração; - papel prescrito em lei; - determina as diretrizes do negócio; - controle permanente da legalidade e legitimidade;

QUADRO 19 – RELAÇÃO DE ASSOCIAÇÃO ENTRE MODELOS IDENTIFICADOS E EMPRESAS PESQUISADAS–CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO (cont.)

Mecanismos	Alemanha	Estados Unidos	Japão	Reino Unido	Empresas Pesquisadas
Conselho de Administração	Composição	<ul style="list-style-type: none"> - a composição unitária é influenciada pelos gestores; - permite que o CEO / Presidente da companhia seja também o Presidente do Conselho; - tamanho do conselho de administração é inversamente proporcional ao desempenho geral da empresa e à qualidade das decisões; 	<ul style="list-style-type: none"> - indicação de membros externos é mais favorável em empresas que possuem grande volume de empréstimos bancários, concentrações de acionistas e membros em um grupo corporativo; 	<ul style="list-style-type: none"> - conselhos de administração unitários; - proíbe que a cadeira de presidente do conselho de administração seja ocupada pelo presidente da empresa; - número mínimo de pelo menos três conselheiros externos; 	<ul style="list-style-type: none"> - composição unitária; - suplência não obrigatória por lei e maioria das empresas sem conselheiros suplentes; - mandato unificado como determinação da BOVESPA; - principal executivo não é membro do conselho; - a cadeira do presidente do conselho não é ocupada pelo presidente da empresa na maioria dos casos; - não há número mínimo de conselheiros externos prescrito por lei; empresas têm adotado entre 2 e 5 membros independentes;

Fonte: elaborado pela autora

De acordo com a análise dos dados secundários apresentados no início deste capítulo, algumas das funções dos conselhos de administração são prescritas pela lei. No entanto, cada organização tem seu estatuto onde pode detalhar mais as funções dos seus conselhos, não podendo, no entanto, atribuir a este órgão poderes que caibam a outros órgãos da companhia. O conselho é um órgão obrigatório de deliberação colegiada que representa a propriedade da organização cujas matérias que são de sua competência exclusiva não podem ser votados por outros órgãos da administração. No entanto, essas decisões somente têm valor legal quando forem originadas de reunião regularmente convocada e instalada.

O conselho determina as diretrizes do negócio, sempre dentro do objeto social estabelecido pelo estatuto e agindo sempre de acordo com os interesses dos acionistas. Entre as funções prescritas por lei, está a eleição dos administradores, mas não o estabelecimento da remuneração total da administração, que é competência da assembléia geral. A competência do

conselho de administração, no que se refere a esta matéria, é determinar a estrutura de remuneração do principal executivo e dos outros administradores, além de determinar os prêmios e recompensas a serem dadas aos administradores, função que foi identificada como verdadeira para 23 das 29 empresas aqui pesquisadas.

Portanto, o estabelecimento da política empresarial é uma competência reservada do conselho de administração. Outra função deste órgão é o de controle permanente da legalidade e da legitimidade que é o poder que o conselho tem de verificar a consonância dos atos de gestão e representação praticados pelos diretores com a lei e o estatuto, se cumprem o objetivo final da companhia, não apenas nos aspectos formal e jurídico.

Quanto à composição do conselho de administração, a única prescrição legal é que tenha um mínimo de três membros, e que todos sejam acionistas da companhia. A lei não estabelece a obrigatoriedade de que haja conselheiros suplentes, apenas recomenda esta prática. O Código do IBGC não recomenda a eleição de suplentes como uma boa prática de governança corporativa, enquanto a Cartilha da CVM não faz menção a este tópico específico. A recomendação da CVM é quanto ao número de membros do conselho, que deve estar entre 5 e 9 membros. As empresas pesquisadas têm, em sua maioria (15 empresas) entre 5 e 10 membros compondo seus conselhos. Essa composição é unitária, pois, apesar de recomendado pelo IBGC e pela CVM, o conselho fiscal não é obrigatório por lei como no caso das empresas alemãs.

Quanto ao número de membros externos ou independentes, a lei brasileira não faz prescrição com relação a este assunto, havendo apenas recomendações da CVM e do IBGC de que os conselhos de administração sejam compostos por uma maioria de conselheiros independentes. Nas empresas pesquisadas o número de conselheiros independentes fica entre dois e cinco membros, parecendo haver uma tendência de composição apropriada e equilibrada nos conselhos dessas empresas. Da mesma forma, na maioria das organizações aqui estudadas – 76% (setenta e seis por cento) – as cadeiras de presidentes do conselho de administração e presidente da companhia não são ocupadas pela mesma pessoa,

e o principal executivo da companhia não faz parte do conselho de administração em 62% (sessenta e dois por cento) dos casos.

4.3.2 Estrutura de Propriedade do Capital

A estrutura de propriedade de capital é o segundo e último mecanismo interno de governança corporativa pesquisada neste estudo. De maneira semelhante à apresentada no item anterior, foi feita uma relação entre os modelos de estrutura de propriedade de capital identificados no capítulo 2 e os dados coletados na pesquisa empírica. Esta relação é apresentada no Quadro 20 a seguir.

QUADRO 20 – RELAÇÃO DE ASSOCIAÇÃO ENTRE MODELOS IDENTIFICADOS E EMPRESAS PESQUISADAS – ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DO CAPITAL

Mecanismos	Alemanha	Estados Unidos	Japão	Reino Unido	Empresas Pesquisadas
Estrutura de Propriedade do Capital	- concentrada em bancos como grandes blocos de investidores; centrada em bancos - outras empresas e famílias como principais investidores	- dispersa com muitos acionistas com poucas ações; centrada em mercado; - grande número de empresas de capital aberto	- concentrada em bancos como grandes blocos de investidores; centrada em bancos; - bancos como principais investidores	- dispersa com muitos acionistas com poucas ações; centrada em mercado; - grande número de empresas de capital aberto	- concentrada em grandes blocos investidores; não centradas em bancos; - famílias como principais investidores seguido por grupos investidores independentes

Fonte: elaborado pela autora

A estrutura de propriedade de capitais das empresas pesquisadas tende a ser concentrada com grandes blocos como investidores principais, sendo que a maioria desses blocos é familiar, semelhante, portanto, ao modelo alemão. Os blocos acionistas tendem a utilizar sua influência para garantir que os administradores promovam e implementem procedimentos que visam valorizar as ações das empresas. A isso a academia chama de benefícios de controle, que pode ser exclusivo do bloco investidor ou pode ser estendido a outros acionistas (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002).

A evolução da estrutura de propriedade de capital parece ter acompanhado a evolução dos conselhos de administração e também a evolução do sistema legal e regulatório (BECHT, BOLTON e RÖEL, 2002 e LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES,

SHLEIFER, e VISHNY, 1998). Como as empresas pesquisadas estão listadas no Nível 1 e 2 e no Novo Mercado, há uma determinação da BOVESPA de que estas mantenham uma parcela mínima de suas ações, representando 25%, em circulação, promovendo, assim, a dispersão de capital. Obviamente esta dispersão não chega ao nível de dispersão do mercado americano ou do mercado inglês.

4.3.3 Mercado de Aquisições

O mercado de aquisições é um mecanismo externo de governança corporativa cuja eficiência ainda é questionada pela academia, posto que é considerado radical para disciplinar e substituir gestores (DENIS e MCCONNELL, 2003), além de ser classificado como desordenado, caro e unilateral (BECHT, BOLTON e RÖEL, 2002). O Quadro 21 a seguir apresenta uma relação entre esse mecanismo na Alemanha, Estados Unidos da América, Japão, Reino Unido e as empresas pesquisadas.

QUADRO 21 – RELAÇÃO DE ASSOCIAÇÃO ENTRE MODELOS IDENTIFICADOS E EMPRESAS PESQUISADAS – MERCADO DE AQUISIÇÕES

Mecanismos	Alemanha	Estados Unidos	Japão	Reino Unido	Empresas Pesquisadas
Mercado de Aquisições	- as empresas-alvo apresentam desempenho ruim antes da aquisição, seguidas por um período de intensa troca de gestores; - habilidade em estabelecer estratégias defensivas contra as aquisições	- as empresas-alvo apresentam desempenho ruim antes da aquisição, seguidas por um período de intensa troca de gestores; - habilidade em estabelecer estratégias defensivas contra as aquisições		- as empresas-alvo não apresentam desempenho ruim antes da aquisição, que são seguidas por um período de intensa troca de membros do conselho de administração e reestruturação da organização; - melhora no desempenho das empresas logo após as fusões; - inabilidade em estabelecer estratégias defensivas contra as aquisições	- poucas empresas passaram por processo de privatização ou foram alvo de aquisição; e poucas obtiveram controle acionário de outra(s) empresa(s); - mercado de aquisições pouco desenvolvido com poucas empresas listadas em bolsa de valores (apenas cerca de 400 listadas na BOVESPA)

Fonte: elaborado pela autora

A teoria sobre o mecanismo de aquisições no mercado brasileiro não é bastante desenvolvida (LODI, 2000). No entanto, verificou-se no capítulo 2 deste

estudo que a onda de privatizações brasileira foi um forte estímulo para o crescimento da governança corporativa no Brasil, assim como o foi para o Reino Unido. Por outro lado, considerando-se que poucas empresas passaram por processo de aquisições – obtendo ou perdendo controle acionário – pode-se dizer que há relativa eficiência das empresas pesquisadas em estabelecer estratégias defensivas contra aquisições, o que torna o modelo brasileiro mais similar ao americano no que diz respeito a este mecanismo específico.

4.3.4 Sistema Legal e Regulatório

A evolução do sistema legal e regulatório em um país tende a retratar a evolução da governança corporativa neste país. No caso do Brasil, após a onda de privatizações do início da década de 90 do século XX, verificou-se um aumento nas regulamentações sobre o assunto, com a publicação do Código de Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa; das Recomendações da CVM; da atualização da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001. A relação entre os modelos identificados no capítulo 2 e os dados da empresas pesquisadas, bem como dados secundários analisados na primeira parte deste capítulo são apresentados a seguir no Quadro 22.

QUADRO 22 – RELAÇÃO DE ASSOCIAÇÃO ENTRE MODELOS IDENTIFICADOS E EMPRESAS PESQUISADAS – SISTEMA LEGAL E REGULATÓRIO

Mecanismos	Alemanha	Estados Unidos	Japão	Reino Unido	Empresas Pesquisadas
Sistema Legal e Regulatório	- combinação apropriada de proteção legal aos investidores e alguma forma de concentração de propriedade de capital focado em bancos; - forte concentração de capital	- publicação da primeira versão do código da Associação Nacional de Diretores de Empresa (<i>National Association of Corporate Directors</i> - NACD) / 1997; - menor assimetria entre as informações e menores problemas de agência; - combinação apropriada de proteção legal aos investidores e alguma forma de concentração de propriedade de capital;	- combinação apropriada de proteção legal aos investidores e alguma forma de concentração de propriedade de capital focado em bancos; - forte concentração de capital	- publicação da primeira versão do Relatório Cadbury em 1993 e do Relatório Hempel em 1998; - alto grau de proteção aos investidores; - menor assimetria entre as informações e menores problemas de agência; - combinação apropriada de proteção legal aos investidores e alguma forma de concentração de propriedade de capital focado em mercado;	- primeira publicação do código do IBGC em 1999 e atualizado em 2004; - publicação das Recomendações da CVM sobre a governança corporativa; - alto grau de proteção aos investidores, majoritários e minoritários; - recomendação para melhoria das informações como solução aos problemas de agência; - incentivo à maior dispersão de capital;

Fonte: elaborado pela autora

No Brasil o sistema legal é prescritivo, determinando bases para a composição e funções dos conselhos de administração, por exemplo. Isto torna os conselhos mais ativos do que no modelo norte-americano, não sendo um órgão homologatório dos atos dos gestores. A regulamentação pode garantir que não sejam implementados procedimentos contraproducentes ou unilaterais, onde somente os acionistas majoritários podem ser beneficiados. No caso de haver muitos acionistas com pouco interesse o sistema regulatório pode garantir que haja controle efetivo das ações dos gestores, já que a motivação para que haja controle, nesses casos é reduzida (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002).

A publicação do Código do IBGC aconteceu alguns anos após a publicação do Relatório Cadbury na Inglaterra, e foi bastante influenciado por este (IBGC, 2004). No entanto, o código brasileiro favorece a forte concentração de capital encontrada no país, apesar da determinação da BOVESPA de essas empresas manterem um número mínimo de ações disponível para venda. Outra semelhança entre o sistema brasileiro e o encontrado tanto nos Estados Unidos da América quanto no Reino Unido é que todos eles apresentam um alto grau de proteção aos investidores, visando, assim, garantir o retorno aos seus investimentos (DENIS e MCCONNELL, 2003, LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, e VISHNY, 1998 e IBGC, 2004).

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A literatura em governança corporativa internacional fornece muitas informações sobre o assunto, apesar de estas serem pouco claras e relativamente incompletas. A eficiência com a qual o capital é investido na produção de bens e serviços, é de fundamental importância para o bem-estar da economia, apesar dos potenciais conflitos de interesses que ocorrem entre os provedores de capital, geralmente os acionistas, e aqueles que utilizam o capital, geralmente os administradores. A eficiência é garantida, ou melhorada, quanto esse conflito é diminuído, desde que o custo para fazê-lo não exceda seu benefício.

No Brasil, o interesse sobre o assunto parece ter surgido junto com a onda de privatizações que acometeu o país após a abertura econômica no início dos anos 90 do século XX. Ocorreu neste período, uma reforma patrimonial fruto das transformações necessárias à gestão pública brasileira, decorrentes das privatizações. Tal cenário conduziu as organizações a buscar novos padrões de eficiência, transparência e equilíbrio fiscal (NÓBREGA e FIGUEIREDO, 2003). O governo precisou tornar-se mais ágil para poder lidar com o novo ambiente interno surgido a partir dessas mudanças, bem como adaptar-se aos fatores exógenos advindos, sobretudo, da globalização. Ao mesmo tempo, as organizações brasileiras tiveram que procurar novos modos de tornarem-se mais eficientes, de diminuir os conflitos de agência e atrair capital de investimento a custos reduzidos.

Esse estudo procurou identificar os mecanismos que podem, potencialmente, reduzir os conflitos de agência. Os últimos vinte e cinco anos foram bastante profícuos no estudo dos mecanismos da governança corporativa e o conhecimento gerado levou à evolução dos sistemas de governança corporativa nas economias desenvolvidas. Portanto, essa falha de eficiência diminuiu nesses países, apesar de ainda não haver entendimento suficiente sobre a interação dos mecanismos entre eles e com outras características das empresas e das economias. Além disso, a natureza das organizações tem evoluído, e continuará a evoluir, desafiando pesquisadores a estudar as empresas e seus sistemas de governança à luz da necessidade de flexibilização e adaptabilidade (DENIS, 2001).

Enquanto a eficiência dos sistemas de governança corporativa nos países desenvolvidos ainda é motivo de debate, parece ser consenso entre os pesquisadores do assunto que, nos países com economias emergentes, mudanças significativas são necessárias. Esses países tendem a voltar-se para economias mais desenvolvidas a fim de buscar inspiração para suas próprias tentativas de melhorar a eficiência de suas economias, aumentando a importância de se entender o papel da governança corporativa.

O objetivo geral deste estudo foi a verificação dos modelos de governança corporativa que estão sendo adotados por empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Para a realização do objetivo geral do estudo foram definidos quatro objetivos específicos: identificar os mecanismos de governança corporativa que estão sendo adotados pelas empresas pesquisadas; verificar os fatores motivacionais dos dirigentes dessas empresas em adotar um modelo de governança; verificar se esses dirigentes têm consciência do movimento existente em torno da governança corporativa e; verificar o impacto da adoção de um modelo de governança corporativa na valorização das ações. A seguir é apresentado um comentário sintético sobre esses aspectos.

O primeiro objetivo específico deste estudo é a identificação e caracterização dos mecanismos de governança corporativa que estão sendo adotados pelas empresas pesquisadas à luz de mecanismos internos e externos identificados no referencial teórico.

Ao analisar o mecanismo interno do conselho de administração, constatou-se que algumas funções deste órgão são prescritas pela Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001. O conselho de administração é considerado por lei um órgão colegiado de deliberação, mesma função determinada no Código das Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, que o considera um órgão de representação dos interesses da empresa. O conselho de administração está encarregado de direcionar os negócios sociais e determinar a política empresarial, sendo uma competência exclusiva sua a nomeação dos diretores e a determinação da estrutura de remuneração desses. Ao analisar esta matéria nas organizações pesquisadas, percebe-se a evolução da formulação de

políticas de premiação para os principais executivos, evidenciada pela opção de remuneração variável do tipo *stock options* que mostra a tendência de alinhamento entre os interesses dos acionistas e dos administradores.

Desta maneira pode-se identificar que, no tocante ao mecanismo do conselho de administração o modelo adotado pelas empresas pesquisadas está mais próximo ao modelo anglo-saxão, com conselhos unitários, focados nos interesses do acionista e tendo a determinação da estrutura de remuneração da administração como uma das suas funções. No entanto, é importante destacar que, apesar de não ser uma imposição como no caso do Reino Unido, as empresas pesquisadas não têm a cadeira de presidente do conselho sendo ocupada pelo presidente da empresa, o que difere um pouco do modelo americano.

A estrutura de propriedade de capital também é um mecanismo interno de governança corporativa. A lei brasileira que regulamenta as sociedades anônimas reflete a tendência de dissociação entre propriedade e gestão ao instituir o conselho de administração. No entanto, não há nenhuma restrição legal quanto à participação de acionistas na gestão, bem como de que os gestores componham o conselho de administração. Esta tendência está em concordância com a teoria apresentada no capítulo 2 de que manter propriedade e gestão alinhadas pode ser uma possível solução para os conflitos de agência (DENIS E MCCONNELL, 2003). Percebeu-se que para as empresas pesquisadas há uma tendência de adoção de um modelo de estrutura concentrada, com blocos de investidores familiares. Tal modelo é semelhante ao modelo nipo-germânico que apresenta outras empresas e famílias como os principais blocos de investidores.

O mecanismo externo do mercado de aquisições acompanha a tendência identificada no referencial teórico, de não ser muito utilizado, conforme verificado através da pesquisa empírica. No entanto, pode-se dizer que as empresas tendem a seguir o modelo anglo-saxão, pois parecem ser bem-sucedidas na criação de estratégias contra aquisições, considerando-se que, das 29 empresas pesquisadas, somente quatro foram alvo de aquisição nos últimos dois anos. Além disso, poucas empresas dentre as pesquisadas passaram por processos de privatização ou obtiveram o controle acionário de outras companhias. A possível

justificativa para este cenário referente à estrutura de propriedade de capital e ao mercado de aquisições é o pouco número de empresas de capital aberto no país e o mercado de ações que está em fase de estruturação (LODI, 2000), especialmente se comparado aos mercados dos Estados Unidos da América e do Reino Unido.

Outro mecanismo externo é o sistema legal e regulatório, que foi analisado no capítulo 4, uma vez que compõe os dados secundários da pesquisa. Através dos dados coletados, identificou-se que o sistema legal brasileiro é prescritivo tendo evoluído de acordo com o avanço da governança corporativa no país. Tal evolução é evidenciada pela publicação, em 2001, do Novo Código Civil Brasileiro com alterações à Lei das Sociedades Anônimas, em 1999 do Código das Melhores Práticas do IBGC, com revisão em 2004 e em da Cartilha de Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários neste mesmo ano. Há evidência de forte proteção aos acionistas, majoritários e minoritários, mas com incentivo à dispersão do capital, aproximando-se dos modelos americano e inglês. Tal incentivo é particularmente evidente no Código do IBGC e na Cartilha da CVM. Ambos os documentos têm seus conteúdos semelhantes ao encontrado no Relatório Cadbury e têm, portanto, bastante influência do modelo inglês.

O segundo objetivo estabelecido refere-se aos fatores motivacionais dos dirigentes das empresas pesquisadas em adotar um modelo de governança corporativa, sendo que os dados coletados revelaram a melhoria da comunicação e, conseqüentemente, da transparência, como principal fator motivacional para os dirigentes das empresas pesquisadas. Isto pode ser um indicativo da orientação das organizações para captação de recursos de investidores estrangeiros, uma vez que, quanto mais informações estiverem disponíveis para o mercado, maior atratividade estas empresas têm para esses investidores estrangeiros (IBGC, 2004).

O terceiro objetivo específico dessa dissertação diz respeito à verificação se os dirigentes das empresas foco desse estudo têm consciência do movimento existente em torno da governança corporativa. Esta teoria foi identificada no capítulo 2 como o esforço das empresas na priorização da transparência e no direcionamento dos recursos para aumentar o retorno não só para acionistas

majoritários, mas para os minoritários e também para todas as partes interessadas. Tendo em vista que mais da metade das empresas respondeu que para seus dirigentes essa consciência é um fator motivacional na adoção das melhores práticas, pode-se dizer que há uma tendência desses dirigentes terem ciência do assunto.

Finalmente, o quarto objetivo diz respeito ao impacto da adoção de um modelo de governança corporativa na valorização das ações das empresas pesquisadas. Verificou-se que há uma tendência de aumento no valor das ações. Esta tendência é coerente com as pesquisas de Denis e McConnell (2003) que determinam haver melhora no desempenho das ações para as empresas que adotam algum tipo de governança corporativa.

Ao analisar tais mecanismos, pode-se observar que as empresas pesquisadas são propensas a adotar um modelo similar ao modelo anglo-saxão nos mecanismos: conselho de administração, mercado de aquisições e sistema legal e regulatório. Convém, no entanto, ressaltar que as grandes corporações dos Estados Unidos da América com estrutura de propriedade de capital difusa e gerência bastante profissionalizada parecem ser típicas apenas para os Estados Unidos da América e o Reino Unido. Virtualmente todos os outros países no mundo têm uma estrutura de propriedade de capital mais concentrada, sendo que em alguns países é comum encontrar um único acionista majoritário. Portanto, não é surpresa que, para o mecanismo de estrutura de propriedade de capital, tenha-se verificado uma tendência de adoção de um modelo similar ao modelo nipo-germânico por terem uma estrutura de capital concentrada em bancos e em blocos de investidores familiares.

Estas observações reforçam outra tendência identificada no referencial teórico: das economias emergentes buscarem inspiração nos modelos estabelecidos pelos países desenvolvidos. A relação entre os sistemas de governança corporativa e o valor das economias e das empresas nesses sistemas parece ter crescente importância já que as economias emergentes tendem a olhar para as desenvolvidas a fim de estabelecer seus próprios sistemas econômicos e de governança corporativa.

É importante ressaltar, também, que há uma tendência em muitos países de que os direitos de controle dos acionistas majoritários excedam os direitos financeiros, sendo que quando a realidade de propriedade e controle é comparada com os problemas de conflitos de agência na realidade americana, parecem não ter tanta importância. No lugar destes, tem-se um outro tipo de conflito que é aquele entre os acionistas controladores e os minoritários. Para esse caso, há uma tendência que sugere que os benefícios privados de controle podem ser significativos, reduzindo o valor da companhia. Daí a necessidade de se ter mecanismos de governança corporativa bastante desenvolvidos e adequados às realidades das economias em que são criados.

Desta forma, atendeu-se ao objetivo geral desse estudo, embora seja de fundamental importância registrar que, apesar de ser uma pesquisa de levantamento, não é possível generalizar os seus resultados. No entanto, deve-se considerar que, como as organizações estudadas estão listadas na BOVESPA nos Níveis 1 e 2 e no Novo Mercado, este estudo tem aplicações práticas que podem auxiliar na identificação de um modelo brasileiro de governança corporativa. Este modelo pode e deve ser inspirado nos modelos das economias desenvolvidas, mas aqueles encarregados de sua construção devem considerar as adaptações necessárias à criação do modelo brasileiro.

Para finalizar, sugerem-se alguns estudos futuros, no intuito de que outras pesquisas possam ajudar a esclarecer as questões debatidas nessa dissertação.

As estruturas de governança corporativa estão evoluindo em todo o mundo, inclusive no Brasil, posto que governos, iniciativa privada, e o mercado buscam fortalecer suas economias e empresas. Tal evolução pode, potencialmente, oferecer oportunidades para a coleta de dados valiosos para pesquisas futuras. Especialmente porque há pouca evidência empírica sobre os mecanismos de governança, a não ser aquelas que versam sobre proteção legal e estrutura de propriedade. Assuntos relativos à estrutura e funções do conselho, compensação e mudanças de controle foram extensivamente estudados nos Estados Unidos da América, mas pouco estudados em outras economias do mundo. Isto pode refletir o papel dominante da estrutura de propriedade nessas economias, um domínio que parece ser dirigido, pelo menos em parte, pela fragilidade dos sistemas legais.

As evoluções na estrutura legal provêm um vasto campo de pesquisa, que visa ajudar a responder algumas perguntas chave sobre o assunto:

- ✓ Quais aspectos dos sistemas legais evoluem?
- ✓ Quais os efeitos de tais mudanças no papel de outros mecanismos de governança corporativa?
- ✓ Quais são, em última instância, os efeitos desta mudança no fortalecimento das economias e nas ações e no valor das companhias aí inseridas?
- ✓ Identificar os motivos que levam as empresas estatais a não fazerem o esforço de governança corporativa.

Além das sugestões apresentadas, sugere-se aqui que seja aprofundado o estudo sobre o assunto nas outras empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo visando, principalmente, entender por que estas não optaram pela adesão aos Níveis 1 e 2 e Novo Mercado.

Finalmente, cabe fazer algumas recomendações às empresas pesquisadas, para ajudá-las no processo de escolha e desenvolvimento de um modelo de governança corporativa, e a outras empresas que estejam passando, ou porventura venham a passar, por igual processo.

- ✓ Ficar atentas às tendências de mudança na legislação e nas regulamentações sobre o assunto, buscando manter-se atualizadas, principalmente na eventualidade de busca de capital estrangeiro.
- ✓ Buscar definir mais especificamente o papel dos órgãos da administração com o objetivo de dirimir os possíveis conflitos de agência advindos desta relação e melhorar as questões de prestação de contas e responsabilidade (*accountability*).
- ✓ Concentrar esforços na melhoria da transparência, visando reduzir os conflitos entre acionistas majoritários e minoritários, principalmente naquelas empresas com acionista majoritário único.

REFERÊNCIAS

ABRÚCIO, F. **Os avanços e os dilemas do modelo pós-burocrático: a reforma da administração pública à luz da experiência internacional recente.** In: Reforma do Estado e Administração Pública Gerencial. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1999, 3a ed.

ALLEN, W. T. **Remarks Before the Blue Ribbon Committee on Audit Committee Practices.** Working Paper, 1998 Disponível em http://www.findarticles.com/p/articles/mi_qa3706/is_200201/ai_n9064579# acesso em 25/07/04 às 13:22h.

BARRETO, N. E. B. **Análise do posicionamento estratégico nas empresas do setor de rochas ornamentais, mármore e granitos, no Estado do Espírito Santo.** Curitiba, 2004. 130 f. Dissertação de Mestrado em Administração – Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Pontifícia Universidade Católica do Paraná.

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖEL, A. **Corporate governance and control - Handbook of the Economics of Finance.** Bruxelas: North-Holland, 2002.

BERGLÖF, E.; VON THADDEN, E-L. **The changing corporate governance paradigm: implications for transition and developing countries.** Working Paper, 1999. Disponível em <http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Finance> acesso em 27/07/04 às 19:47h.

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

BLASI, J.; SHLEIFER, A. **Corporate governance in Russia: an initial look.** In: DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 38, n. 1, mar. 2003.

BLASS, A.; YAFEH, Y.; YOSHA, O. Corporate governance in an emergent market: the case of Israel. **Journal of Applied Corporate Finance**, Nova York, v. 10, p. 78-89, 1996.

BOROKHOVICH, K.A.; PARRINO, R.; TRAPANI, T. Outside directors and CEO selection. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 31, p. 337-355, 1996.

BOVESPA. **Níveis de Governança Corporativa**, 2004. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp> acesso em 21/07/04 às 20:40h.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J.C. The financial and operating performance of newly privatized firms: evidence from developing countries. **Journal of Finance**, Columbus, v. 53, p. 1081-1110, 1998.

_____; _____; GUEDHAMI, O. **Liberalization, corporate governance and the performance of newly privatized firms**. Working Paper, 2001. Disponível em <http://www.bus.umich.edu/KresgeLibrary/Collections/Workingpapers/wdi/wp419.pdf> acesso em 30/08/04 às 17:10h.

BRADLEY, M.; SCHIPANI, C.A.; SUNDARAM, A. K.; WALSH, J.P. **The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: corporate governance at a crossroads**. Working Paper, 2000, Duke University.

BRICKLEY, J.; COLES, J.; JARRELL, G. Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board. **Journal of Corporate Finance**, San Diego, v. 03, p. 189-220, 1997.

CARLINE, N.F.; LINN, S.C.; YADAV, P.K. **The influence of managerial ownership on the real gains in corporate mergers and market revaluation of merger partners: empirical evidence**. Working Paper, 2002. Disponível em <http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Finance> acesso em 25/03/04 às 12:08h.

CARVALHAL, A. **Estrutura de controle e valor das empresas brasileiras**. Working Paper, 2002. In: LEAL, R.P.C.; FERREIRA, V.A.C.; SILVA, A.L.C. **Governança corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editorias, 2002.

CARVALHOSA, M. **Comentários à lei das sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 1º Volume, 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

_____. **Comentários à lei das sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 2º Volume, 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

_____. **Comentários à lei das sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 3º Volume, 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

_____. **Comentários à lei das sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 4º Volume, tomo I. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

_____. **Comentários à lei das sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 4º Volume, tomo II. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, P. R.. **Moedas sociais na privatização: novo paradigma para a privatização brasileira**. In: Cadernos de Direito Tributário e Finanças Públicas, São Paulo, n. 18, 1997.

CHEN, S.; HO, K.W. Corporate diversification, ownership structure and firm value: the Singapore evidence. **International Review of Financial Analysis**, v. 9, p. 315-326, 2000. In: DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 38, n. 1, mar. 2003.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. Ownership concentration and corporate performance in the Czech republic. **Journal of Comparative Economics**, Nova York, v. 27, p. 498-513, set. 1999.

_____; _____; LANG, L.H.P. The separation of ownership and control in East Asian corporations. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 58, p. 81-112, 2000.

CONYON, M.J.; MURPHY, K.J. The prince and the pauper? CEO pay in the United States and Unites Kingdom. **The Economic Journal**, Nova York, v. 110, p. f640-f671, 2000.

CORE, J.E.; GUAY, W.; LARCKER, D.F. Executive compensation, option incentives, and information disclosure. **Review of Financial Economics**, Nova York, n. 3, v. 10, p. 251-277, 2001.

CORRÊA-LIMA, O. B. **Sociedade anônima** – edição revista e ampliada. 2.ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

CRESPI, R.; GISPERT, C.; RENNEBOOG, L. **Cash based executive compensation in Spain and the UK**. Oxford: Oxford University Press, 2002.

DAHYA, J.; MACCONNELL, J.J. Outside directors and corporate board decisions. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 38, n. 1, mar. 2003.

_____; _____; TRAVLOS, N. The Cadbury committee, corporate performance e top management turnover. **Journal of Finance**, Pittsburgh, v. 57, n. 1, p. 265-301, fev. 2002

DEANGELO, H.; DEANGELO, L. Managerial ownership of voting rights. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 14, p. 33-69, 1985.

DEMIRGUC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 65, p. 337-364, 2002.

DENIS, D.J.; DENIS, D.K.; SARIN, A. Agency problems. equity ownership, and corporate diversification. **Journal of Finance**, v. 52, p. 135-160, 1997.

DENIS, D. K. Twenty-five years of corporate governance research... and counting. **Review of Financial Economics**, Nova York, n. 3, v. 10, p. 191-212, 2001.

_____; MCCONNELL, J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 38, n. 1, mar. 2003.

DEWENTER, K.; MALATESTA, P.H. State-owned and private-owned firms: an empirical analysis of profitability, leverage and labor intensity. **American Economic Review**, Nova York, v. 91, p. 320-334, 2001.

DUNLAVY, C. A. **Corporate governance in late 19th century Europe and the US: the case of shareholder voting rights**. Oxford: Oxford University Press, 1998. In: HOPT, K. J.; KANDA, H.; ROE, M. J.; WYMEERSCH, E.; PRIGGE, S. editors. **Comparative corporate governance**. The state of the art and emerging research. Oxford: Oxford University Press, 1998.

EISENBERG, T.; SUNDGREN, S.; WELLS, M.T. Larger board size and decreasing firm value in small firms. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 48, p. 35-54, 1998. In: DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 38, n. 1, mar. 2003.

EELLS, R. S. F. **The meaning of modern business: an introduction to the philosophy of large corporate enterprise**. Nova York: Columbia University Press, 1960

FACCIO, M.; LANG, L.H.P. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 65, p. 365-396, 2002.

FADUL, E.M.C. **Agências reguladoras multisetoriais: desafios organizacionais e dinâmicos de poder**. ANAIS: VII Congresso Internacional Del CALD sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública, Lisboa, 08-11 Oct. 2002.

FIGUEIREDO, R. A. **Sociedade x mercado: uma proposta para desarmar os mercados e devolver o poder para a sociedade**. Revista Integração, EAESP-FGV, São Paulo, v. 11, 2004. Disponível em <http://integracao.fgvsp.br/11/index.htm> acesso em 21/07/2004 às 18:03 h.

FIRTH, M. Takeover in New Zealand: motives, stockholders returns and executive share ownership. **Pacific-Basin Finance Journal**, Nova York, v. 5, p. 419-440, 1997.

FRANKS, J.; MAYERS, C. Hostile takeover and correction of managerial failure. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 40, p. 163-181, 1996.

_____; _____. Ownership and control of German corporations. **Review of Financial Studies**, Londres, v. 14, p. 943-977, 2001.

_____; _____. Who disciplines management in poorly performing companies?. **Journal of Financial Intermediation**, v. 10, p. 209-248, 2001.

GIAMBIAGI, F. e RIGOLON, F. **A renegociação das dívidas e o regime fiscal dos estados**. In: **A economia brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro: Ed. BNDES, 1999.

GIANNETTI, M. Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 38, n. 1, mar. 2003.

GIBSON, M.S. Is corporate governance ineffective in emerging markets? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 38, n. 1, mar. 2003.

GIL, A.C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2002.

GORTON, G.; SCHIMD, F.A. Universal banking and the performance of German firms. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 58, p. 28-80, 2000.

GUSMÃO, M. **Lei das sociedades anônimas** – lei nº 6.404/76. Rio de Janeiro: Roma Victor, 2002.

GRANOVETTER, M. Business groups. **Handbook of Economic Sociology**, Princeton: Princeton University Press, 1994.

GROSSMAN, S.; HART, O. D. Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation. **Bell Journal of Economics**, Nova York, n. 11, p. 42-64, 1980.

HERMALIN, B.E.; WEISBACH, M.S. Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 65, p. 277-310, 2002.

HIMMELBERG, C.P.; HUBBARD, R.; LOVE, I. **Investor protection, ownership and the cost of capital**. Working Paper, 2002. Disponível em <http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Finance> acesso em 25/03/04 às 12:16h.

HOCK, Dee. **Nascimento da era caórdica**. 2. ed. São Paulo: Editora Pensamento-Cultrix, 2003.

HOLMSTROM, B.; KAPLAN, S.N. **Corporate governance and merger activity in the US: making sense of the 1980's and 1990's**. Working Paper, 2001. Disponível em <http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Finance> acesso em 25/03/04 às 13:53.

HOSSAIN, M.; PREVOAT, A.; RAO, R. Corporate governance in New Zealand: the effect of the 1993 companies act on the relation between board composition and firm performance. **Pacific-Basin Finance Journal**, Nova York, v. 9, p. 119-145, 2001.

IBCG – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo: IBCG, 2004.

JENKINSON, T.; LJUNGQVIST, A.P. The role of hostile stakes in German corporate governance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, p. 397-446, 2001

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

JOHN, K.; KEDIA, S. **Design of corporate governance: role of ownership, structure, takeovers and bank debt**. Working Paper, 2002. Disponível em <http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Finance> acesso em 25/03/04 às 10:04 h.

JOHNSON, S.; BOONE, P.; BREACH, A.; FRIEDMAN, E. Corporate governance in the Asia financial crisis. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 58, p. 141-186, 2000.

KABIR, R.; CANTRIJN, D.; JEUNINK, A. Takeover defenses, ownership structure and stock returns in the Netherlands: an empirical investigation. **Strategic Management Journal**, Washington, v. 19, p. 97-190, 1997.

KANG, J.; SHIVDASANI, A. Firm performance, corporate governance and top executive turnover in Japan. **Journal of Financial Economics**, Nova Yourk, v. 38, p. 29-58, 1995.

KANTOR, B. Ownership and control in South Africa after black rule. **Journal of Applied Corporate Finance**, Nova York, v. 10, p. 69-78, 1998.

KAPLAN, S. Top executives, turnover and firm performance in Germany. **Journal of Law, Economics, and Organization**, Londres, v. 10, p. 142-159, 1994.

_____; MINTON, B. Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 36, p. 225-257, 1994.

KHANNA, T.; PALEPU, K. Emerging market business groups, foreign investors, and corporate governance. **Harvard Business School**, 1999.

KHANNA, T.; RIVKIN, J.W., Estimating the performance effects of networks in emerging markets. Harvard University, 1999.

LACERDA, S. de. As ações sem valor nominal e o projeto de lei sobre as sociedades por ações. **Jornal do Comércio**, 6 de out de 1976. In: CARVALHOSA, M. **Comentários à lei das sociedades anônimas**: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001. 1º Volume, 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

LAKATOS, E.M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos de metodologia científica**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

LAPORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. Benefits of privatization – evidence from Mexico. **Quarterly Journal of Economics**, Boston - MIT, v. 114, p. 1193-1242, 1999.

_____; _____; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, Columbus, v. 54, p. 471-517, 1999.

_____; _____; _____; VISHNY, R.W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

_____; _____; _____; _____. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, Columbus, v. 52, p. 1131-1150, 1998.

_____; _____; _____; _____. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, 2002

_____; _____; _____; _____. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000

LEAL, R.P.C.; FERREIRA, V.A.C.; SILVA, A.L.C. **Governança corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editorias, 2002.

LEASE, R.C.; MCCONNELL, J.J.; MIKKELSON, W.H. The market value of control in publicly traded corporations. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 11, p. 439-471, 1983.

LIMA, E. C. P. **Privatizações e desempenho econômico: teoria e evidencia empírica**. Brasília: IPEA, 1997.

LINS, K.; SERVAES, H. International evidence on the value of corporate diversification. **Journal of Finance**, Columbus, v. 54, p. 2215-2240, 1999.

LODI, J.B. **Conselho de administração**. São Paulo: Livraria Pioneira, 1988.

_____. **Governança corporativa – o governo da empresa e o conselho de administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MAK, Y.T.; YUANTO, K. **Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value**. Working Paper. In: DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 38, n. 1, mar. 2003.

MCMILLSN, J.; SCHUMACHER, S. **Research in education**. Boston: Little Brown, 1984. In: MERRIAM, S. B. **Case study research in education – a qualitative approach**. San Francisco: Jossey-Bass Publishers, 1988.

MEGGINSON, W.L.; NASH, R.; VAN RANDENBORGH, M. The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis. **Journal of Finance**, Columbus, v. 49, p. 403-452, 1994.

MIGUEL, A.; PINDALO, J.; TORRE, C. **Ownership structure and firm value: new evidence from de Spanish corporate governance system**. Working Paper, 2001. Disponível em <http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Finance> acesso em 25/03/04 – 14:12.

MORCK, R.; NAKAMURA, M. SHIVDASANI, A. Banks, ownership structure, and firm value in Japan. **Journal of Business**, Chicago, v. 73, p. 539-567, 2000.

MURPHY, K. **Executive compensation. Handbook of labor economics**. 3. ed. Amsterdam: North Holland, 1999.

NÓBREGA, M.; FIGUEIREDO, C.M. **Privatizações e Responsabilidade Fiscal como Indutoras de uma Nova Gestão Pública**. Ed. Impetus, 2003. Disponível em http://www.editoraimpetus.com.br/art_publicados.php?chave=14 acesso em 30/08/04 às 18:25.

PAGANO, M.; VOLPIN, P. **Managers, workers and corporate control**. Working Paper, 2002. Disponível em http://ssrn.com/abstract_id=299923 acesso em 25/07/04 – 23:11.

PEGO FILHO, B.; LIMA, E.; PEREIRA, F. **Privatização: ajuste patrimonial e contas públicas no Brasil**. Brasília: IPEA, 1999.

PEROTTI, E.C.; VON THADEN, E. Will capital market integration force convergence of corporate governance? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 38, n. 1, mar. 2003.

PONTES, A. L. **Sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 1957.

PROWSE, S.D., The structure of corporate ownership in Japan. **Journal of Finance**, Columbus, v. 47, p. 1121-1141, 1992. In: DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 38, n. 1, mar. 2003.

RAJAN, R.G.; ZINGALES, L. **The governance of the new enterprise**. Working Paper, 2000, National Bureau of Economic Research.

ROCHA, B.; MUNIZ, I. **Casos brasileiros**. Working Paper, 2002. In: LEAL, R.P.C.; FERREIRA, V.A.C.; SILVA, A.L.C. **Governança corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editorias, 2002.

RODRIGUEZ, E.F.; ANSON, S.G. **Wealth effects associated with the compliance with the code of best practice: the Spanish experience**. Working Paper, 2001. Disponível em <http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Finance> acesso em 25/03/04 – 14:18.

RUTE, J. M. C. **La acción como parte Del capital y como título em la sociedad anônima norteamericana**. Madrid: Viver Mora, 1972.

RYDQVIST, K. **Empirical investigation of voting premium**. Working Paper, 1987, Northwestern University.

SCHARFSTEIN, D.S. **The dark side of internal capital markets II: evidence from diversified conglomerates**. Working Paper, 1998, National Bureau of Economic Research.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, Columbus, v. 52, p. 737-783, 1997.

SHORT, H.; KEASEY, K. Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the UK. **Journal of Corporate Finance**, San Diego, v. 5, p. 79-101, 1999.

SMITH, A. **Wealth of Nations**, 1776. In: DENIS, D. K. Twenty-five years of corporate governance research... and counting. **Review of Financial Economics**, Nova York, n. 3, v. 10, p. 191-212, 2001.

TURNBULL, Shann. **Corporate Governance: Its scope, concerns and theories**. Scholarly Research and Theory Papers. Blackwell Publishers, Oxford, v. 5, n. 4, p. 180-2004, 1997.

VAFEAS, N.; THEODOROU, E. The association between board structure and firm performance in the UK. **British Accounting Review**, Londres, v. 30, p. 383-407, 1998.

VALADARES, S.M.; LEAL, R.P.C. **Estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras**. Working Paper, 2000. Disponível em: <http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Finance> acesso em 26/03/04 às 09:15 h.

VERGARA, S.C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

VOLPIN, P.F. Governance with poor investor protection: evidence from the top executive turnover in Italy. **Journal of Financial Economics**. Nova York, v. 64, p. 61-90, 2002.

WEISBACH, M. Outside directors and CEO turnover. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 30, p. 431-460, 1988.

WURGLER, J. Financial markets and the allocation of capital. **Journal of Financial Economics**, Nova York, v. 58, p. 187-214, 2000.

WYMEERSCH, E et al. **Corporate governance – the state of art and emerging research**. Oxford: Clarendon Press, 1998.

XU, X.; WANG, Y. **Ownership structure, corporate governance and firms' performance: the case of Chinese stock companies**. Working Paper. In: DENIS,

D. K.; MCCONNELL, J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 38, n. 1, mar. 2003.

ZINGALES, L. What determines the value of corporate votes? **Quarterly Journal of Economics**, v. 110, p. 1075-1110, 1995.

**APÊNDICE 1 - QUADRO RESUMO DO REFERENCIAL TEÓRICO - OUTROS
PAÍSES**

QUADRO RESUMO DO REFERENCIAL TEÓRICO
OUTROS PAISES

Mecanismos	Áustria	Bélgica	China	Espanha	Europa	Finlândia
Conselho de Administração		focados nos ganhos dos acionistas		papel de fiscalização (mas não há divisão)	maximização da riqueza dos acionistas não tem sido a motivação principal do conselho de administração	
	conselhos divididos em duas camadas (obrigatória) - Conselho Executivo e Conselho Fiscal				papel do conselho de administração não foi prescrito em lei	
					conselhos de administração unitários	conselhos divididos em duas camadas (opcional) - Conselho Executivo e Conselho Fiscal
					necessidade de uma composição apropriada do conselho para a boa governança corporativa	relação inversa entre o tamanho do conselho e a lucratividade em empresas
Estrutura de Propriedade do Capital			alta concentração de propriedade dividida entre governo, instituições e indivíduos		estrutura familiar	
			relação positiva entre concentração de propriedade e lucratividade			
			mais forte quando os blocos investidores principais são instituições financeiras do que quando o governo é o principal investidor			
			diversificação tem efeito negativo em empresas com baixa propriedade gerencial	relação não-linear entre propriedade interna e valor da companhia		

QUADRO RESUMO DO REFERENCIAL TEÓRICO
OUTROS PAISES

Mecanismos	Austria	Bélgica	China	Espanha	Europa	Finlândia
Mercado de Aquisições			as empresas-alvo apresentam desempenho ruim antes da aquisição, seguidas por um período de intensa troca de gestores			
			habilidade em estabelecer estratégias defensivas contra as aquisições			
Sistema Legal e Regulatório						

QUADRO RESUMO DO REFERENCIAL TEÓRICO
OUTROS PAISES

Mecanismos	França	Irlanda	Israel	Nova Zelândia	Rússia	Suíça
Conselho de Administração						focados nos ganhos dos acionistas
				relação positiva entre número de conselheiros externos e melhoria no desempenho da companhia	a maioria das firmas é de propriedade dos gestores e dos funcionários e que os conselhos são rigidamente controlados por membros internos	
	conselhos divididos em duas camadas (opcional) - Conselho Executivo e Conselho Fiscal				membros externos vêm de blocos de investidores	
Estrutura de Propriedade do Capital		dispersa	grande concentração de propriedade - bancos e associações de investimentos são os blocos mais importantes		estrutura de propriedade dispersa ou são de propriedade de famílias	
			que bancos são investidores significativos		grupos financeiros industriais como principais investidores em blocos	
			custos são maiores do que os benefícios conseguidos pelo papel importante dos bancos			
					grupos financeiros industriais como principais investidores em bloco	

QUADRO RESUMO DO REFERENCIAL TEÓRICO
OUTROS PAISES

Mecanismos	França	Irlanda	Israel	Nova Zelândia	Rússia	Suíça
Mercado de Aquisições				as empresas-alvo apresentam desempenho ruim antes da aquisição, seguidas por um período de intensa troca de gestores		
				habilidade em estabelecer estratégias defensivas contra as aquisições		
Sistema Legal e Regulatório	maior assimetria entre as informações e maiores problemas de agência			Ato das Companhias – Companies Act / 1994		
	conflitos de agência entre os grandes acionistas e os investidores minoritários					

APÊNDICE 2 - QUESTIONÁRIO DE PESQUISA

APÊNDICE 2 – QUESTIONÁRIO DE PESQUISA

MODELO DE QUESTIONÁRIO UTILIZADO

Esta é uma pesquisa acadêmica e tem por finalidade conhecer os modelos de governança corporativa que estão sendo adotados por empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Sua realização está ligada ao Núcleo de Pesquisas Científicas do Programa de Mestrado em Administração de Empresas da Pontifícia Universidade Católica do Paraná através da pesquisadora Mestranda Gabriela Goulart de Barros Barreto.

É opcional à organização sua participação na pesquisa, bem como, em concordando, também é opcional a identificação do entrevistado.

Empresa _____

Responsável pelo preenchimento _____

Cargo _____

Telefone para contato: (_____) _____

Ano de Fundação da Empresa _____ Ano de abertura do capital _____

1. Quanto ao Conselho de Administração:

Assinale com um “x” apenas uma alternativa que identifique a composição do Conselho de Administração da sua empresa:

- 1.1. Quantos membros efetivos compõem o Conselho de Administração?
- a) de 2 a 5
- b) de 6 a 10
- c) mais de 10
- 1.2. Quantos membros suplentes compõem o Conselho de Administração?
- a) Não há Conselheiros suplentes
- b) de 2 a 5
- c) de 6 a 10
- d) mais de 10
- 1.3. De quanto tempo é o mandato do Conselho de Administração?
- a) Menos de 6 meses
- b) de 6 a 11 meses
- c) 1 ano
- d) mais de 1 ano
- 1.4. Tem direito à reeleição?
- a) sim
- b) não
- 1.5. Dos membros do Conselho de Administração, quantos são externos à organização, ou seja, conselheiros profissionais independentes?
- a) Não há Conselheiros externos
- b) menos de 2
- c) de 2 a 5
- d) de 6 a 10
- e) mais de 10

1.6. Os principais executivos da empresa são também membros do Conselho de Administração?

- a) sim
b) não

1.7. Os cargos de Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Companhia são ocupados pela mesma pessoa?

- a) sim
b) não

1.8. A estrutura de remuneração dos altos executivos foi determinada pelo Conselho de Administração?

- a) sim
b) não

1.9. Os executivos da companhia podem optar por remuneração variável do tipo *stock options* como forma de remuneração?

- a) sim
b) não

2. Quanto à Estrutura de Propriedade do Capital:

2.1 Qual a composição acionária da Companhia (em percentual)?

Acionista	%	Acionista	%
a) _____	_____	f) _____	_____
b) _____	_____	g) _____	_____
c) _____	_____	h) _____	_____
d) _____	_____	i) _____	_____
e) _____	_____	j) _____	_____
		Total	100%

2.2 O controle acionário pertence a um investidor, ou grupo de investidores, apenas?

- a) sim
b) não

2.3 Em caso positivo na pergunta anterior, o grupo investidor é um grupo investidor familiar?

- a) sim
b) não

3. Quanto ao mercado de aquisições:

Assinale apenas uma alternativa no que se refere à sua empresa:

3.1 A companhia passou por processo de privatização, ou seja, foi privatizada?

- a) sim
b) não

3.2 A empresa foi alvo de aquisições nos últimos 2 anos?

- a) sim
b) não

3.3 Em caso positivo na pergunta anterior, houve perda do controle acionário?

- a) sim
- b) não

3.4 A empresa obteve o controle acionário de outra empresa nos últimos dois anos, através de processo de aquisição de ações?

- a) sim
- b) não

4. Quanto à motivação dos dirigentes para a adoção da boa governança:

Assinale uma ou mais alternativas que identifiquem a motivação dos dirigentes em relação à adesão aos Níveis de governança corporativa na Bolsa de Valores de São Paulo – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado:

- a) possibilidade de acesso ao capital de investidores estrangeiros
- b) melhoria de relacionamento com os acionistas
- c) melhoria na equidade entre acionistas minoritários e majoritários
- d) melhoria na comunicação ao mercado
- e) consciência do movimento existente em torno do assunto

5. Quanto ao o impacto da adoção de um modelo de governança corporativa na valorização das ações:

Assinale apenas uma das alternativas no que se refere ao impacto da adesão aos Níveis de governança corporativa nas ações da empresa:

- a) as ações foram valorizadas após a adesão
- b) as ações foram desvalorizadas após a adesão
- c) não houve alteração no valor das após a adesão

APÊNDICE 3 – DETALHAMENTO DAS RESPOSTAS AOS QUESTIONÁRIOS

DETALHAMENTO DAS RESPOSTAS AO QUESTIONÁRIO

	ITUBANCO	BRASIL T PAR	BRASIL TELEC	P. AÇÚCAR-CBD	CEMIG	GERDAU	ITAUSA	GERDAU MET	PERDIGÃO S/A	UNIBANCO HLD	UNIBANCO	ALL AMER LAT
Categoria Analítica - Conselho de Administração												
Grupo A: Conselho de Administração												
1.1 Composição do Conselho de Administração												
a) menos de 5												
b) de 5 a 10												
c) mais de 10	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
1.2 Conselheiros suplentes												
a) nenhum												
b) menos de 5												
c) de 5 a 10									X			
d) mais de 10					X							
1.3 Mandato do Conselho												
a) menos de 6 m.												
b) de 6 m. a 1 a.	X					X	X	X		X	X	X
c) mais de 1 a.									X			
1.4 Recondução												
a) sim												
b) não	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
1.5 Conselheiros Independentes												
a) nenhum												
b) menos de 2												
c) de 2 a 5	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X
d) de 5 a 10												
e) mais de 10					X							
1.6 Principal Executivo é membro do Conselho de Administração												
a) sim	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
b) não												
1.7 Presidente do Conselho de Administração é Presidente da Companhia												
a) sim												
b) não	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
1.8 Conselho de Administração determina a estrutura de remuneração do Principal Executivo												
a) sim	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
b) não												

DETALHAMENTO DAS RESPOSTAS AO QUESTIONÁRIO

	ITUBANCO	BRASIL T PAR	BRASIL TELEC	P. AÇÚCAR-CBD	CEMIG	GERDAU	ITAUSA	GERDAU MET	PERDIGÃO S/A	UNIBANCO HLD	UNIBANCO	ALL AMER LAT
Grupo E: Impacto da adoção de um modelo de governança na valorização das ações												
a) as ações foram valorizadas	X				X	X	X	X	X			X
b) as ações foram desvalorizadas												
c) não houve alteração no valor das ações		X	X	X						X	X	

DETALHAMENTO DAS RESPOSTAS AO QUESTIONÁRIO

	CELESC	MARCOPOLO	ARACRUZ	BRADESCO	BRADESPAR	BRASKEM	VALE R DOCE	KLABIN S/A	MANGELS INDL	RIPASA	SADIA S/A	WEG
Categoria Analítica - Conselho de Administração												
Grupo A: Conselho de Administração												
1.1 Composição do Conselho de Administração												
a) menos de 5										X		
b) de 5 a 10		X		X	X				X		X	X
c) mais de 10	X		X				X	X				
1.2 Conselheiros suplentes												
a) nenhum		X		X	X						X	X
b) menos de 5										X		
c) de 5 a 10			X				X	X	X			
d) mais de 10	X					X						
1.3 Mandato do Conselho												
a) menos de 6 m.		X		X	X			X	X		X	X
b) de 6 m. a 1 a.												
c) mais de 1 a.	X		X			X	X	X	X	X	X	X
1.4 Recondução												
a) sim		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
b) não	X											
1.5 Conselheiros Independentes												
a) nenhum						X						
b) menos de 2												
c) de 2 a 5		X	X	X	X		X	X	X	X	X	X
d) de 5 a 10	X										X	
e) mais de 10												
1.6 Principal Executivo é membro do Conselho de Administração												
a) sim	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
b) não												
1.7 Presidente do Conselho de Administração é Presidente da Companhia												
a) sim		X										
b) não	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
1.8 Conselho de Administração determina a estrutura de remuneração do Principal Executivo												
a) sim		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
b) não												

DETALHAMENTO DAS RESPOSTAS AO QUESTIONÁRIO

Grupo E: Impacto da adoção de um modelo de governança na valorização das ações	CELESC	MARCOPOLO	ARACRUZ	BRADESCO	BRADSPAR	BRASKEM	VALE R DOCE	KLABIN S/A	MANGELS INDL	RIPASA	SADIA S/A	WEG
a) as ações foram valorizadas	X	X	X	X	X		X	X	X	X		X
b) as ações foram desvalorizadas												
c) não houve alteração no valor das ações						X					X	

DETALHAMENTO DAS RESPOSTAS AO QUESTIONÁRIO

	GOL	NET	CCR RODOVIAS	SABESP	NATURA	TOTAL	TOTAL (%)
Categoria Analítica - Conselho de Administração							
Grupo A: Conselho de Administração							
1.1 Composição do Conselho de Administração							
a) menos de 5						1	3%
b) de 5 a 10	X		X	X	X	15	52%
c) mais de 10		X				13	45%
1.2 Conselheiros suplentes							
a) nenhum				X	X	14	48%
b) menos de 5						4	14%
c) de 5 a 10	X		X			5	17%
d) mais de 10		X				6	21%
1.3 Mandato do Conselho							
a) menos de 6 m.						0	0%
b) de 6 m. a 1 a.	X	X	X	X	X	17	59%
c) mais de 1 a.						12	41%
1.4 Recondução							
a) sim	X	X	X	X	X	28	97%
b) não						1	3%
1.5 Conselheiros Independentes							
a) nenhum				X		2	7%
b) menos de 2			X			1	3%
c) de 2 a 5	X				X	22	76%
d) de 5 a 10		X				3	10%
e) mais de 10						1	3%
1.6 Principal Executivo é membro do Conselho de Administração							
a) sim	X	X	X	X	X	11	38%
b) não						18	62%
1.7 Presidente do Conselho de Administração é Presidente da Companhia							
a) sim						7	24%
b) não	X	X	X	X	X	22	76%
1.8 Conselho de Administração determina a estrutura de remuneração do Principal Executivo							

DETALHAMENTO DAS RESPOSTAS AO QUESTIONÁRIO

	GOL	NET	CCR RODOVIAS	SABESP	NATURA	TOTAL	TOTAL (%)
a) sim	X	X	X		X	23	79%
b) não				X		6	21%
1.9 Stock Options como remuneração dos executivos							
a) sim	X	X	X	X	X	15	52%
b) não						14	48%
Categoria Analítica - Estrutura de Propriedade de Capital							
Grupo B: Estrutura de Propriedade do Capital							
2.2 Controle Acionário de investidor ou grupo investidor							
a) sim	X	X		X	X	25	86%
b) não			X			4	14%
2.3 Controle acionário de grupo familiar							
a) sim	X	X	X	X	X	16	55%
b) não						13	45%
Categoria Analítica - Mercado de Aquisições							
Grupo C: Mercado de Aquisições							
3.1 Companhia foi Privatizada							
a) sim						3	10%
b) não	X	X	X	X	X	26	90%
3.2 Companhia foi alvo de aquisição nos últimos 2 anos							
a) sim		X				4	14%
b) não	X		X	X	X	25	86%
3.3 Se sim, houve perda de controle acionário							
a) sim						0	0%
b) não		X				4	14%
3.4 Obteve controle acionário de outra empresa							
a) sim	X	X	X	X	X	11	38%
b) não						18	62%
Grupo D: Motivação dos dirigentes quanto à governança corporativa							
a) possibilidade de acesso ao capital estrangeiro	X	X		X	X	19	66%
b) melhoria de relacionamento com acionistas	X	X			X	21	72%
c) melhoria na equidade entre acionistas	X	X			X	15	52%
d) melhoria na comunicação com o mercado	X	X	X	X	X	24	83%
e) consciência do movimento em torno do assumi	X	X	X		X	20	69%

DETALHAMENTO DAS RESPOSTAS AO QUESTIONÁRIO

	GOL	NET	CCR RODOVIAS	SABESP	NATURA	TOTAL	TOTAL (%)
Grupo E: Impacto da adoção de um modelo de governança na valorização das ações							
a) as ações foram valorizadas		X			X	16	55%
b) as ações foram desvalorizadas						3	10%
c) não houve alteração no valor das ações	X		X	X		10	34%