

---

# Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto

---

Janete Lara de Oliveira Bertucci  
Patrícia Bernardes  
Mônica Mansur Brandão

## RESUMO

A pesquisa aqui relatada teve por objetivo analisar dimensões relevantes do mercado acionário brasileiro que favorecem ou dificultam a implantação de políticas e práticas de governança corporativa, na perspectiva de quatro grupos de *stakeholders*: público corporativo (dirigentes empresariais); gestores de *portfolio*; acionistas minoritários e executivos da Associação Brasileira dos Investidores do Mercado de Capitais (Animec), da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais (Apimec), do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Para isso, foram avaliadas quatro dimensões relacionadas à governança corporativa, assim consideradas: a atuação do sistema de decisões estratégicas (SDE) — Assembléia Geral de Acionistas, Conselho de Administração e outras instâncias; os fatores que delimitam potencialmente os espaços e definem as fronteiras de influência dos acionistas minoritários em algumas das instâncias que compõem o SDE; as práticas especiais de governança corporativa; os aspectos relativos a legislação, regulamentação e democratização do mercado de capitais. A análise de entrevistas e questionários aplicados aos quatro grupos de *stakeholders* indica que as empresas se encontram em fases muito diferentes no processo de implementação das chamadas **boas** práticas de governança corporativa e que tanto o aparato formal quanto o ativismo dos agentes que compõem o mercado são fundamentais para minimizar a assimetria de poder que inextricavelmente pauta a relação entre os *players*.

**Palavras-chave:** governança corporativa, acionistas minoritários, empresas de capital aberto, estratégia empresarial, política de dividendos.

## 1. INTRODUÇÃO

O sistema de decisões estratégicas (SDE) de uma companhia brasileira de capital aberto constitui o *locus* em que é produzida, revista ou renovada a estratégia corporativa. O SDE apresenta uma estrutura abrangente e complexa,

Recebido em 30/abril/2004  
Aprovado em 29/junho/2005

---

Janete Lara de Oliveira Bertucci, Administradora, Doutora em Administração pelo Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, é Professora do Curso de Administração e do Curso de Mestrado em Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (CEP 30535-610 — Belo Horizonte/MG, Brasil).

E-mail: jbertucci@pucminas.br

Endereço:

Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais  
Avenida Dom José Gaspar, 500 — Prédio 14  
— Sala 113

Coração Eucarístico  
30535-610 — Belo Horizonte — MG

Patrícia Bernardes, Economista, Doutora em Administração pelo Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais é Professora do Curso de Economia e do Curso de Mestrado Profissional em Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (CEP 30535-610 — Belo Horizonte/MG, Brasil).

E-mail: patib@pucminas.br

Mônica Mansur Brandão, Mestre em Administração pelo Programa de Pós-graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais — Mestrado Profissional em Administração, é Analista de Planejamento Econômico-Financeiro Sênior da Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG) (CEP 30190-131 — Belo Horizonte/MG, Brasil).

E-mail: mbrandao@cemig.com.br

consideravelmente mais ampla do que apenas a visão do conselho de administração, freqüentemente considerada em estudos sobre governança corporativa. Instâncias como a assembleia geral de acionistas, o conselho fiscal, a presidência e a diretoria da empresa, os comitês de assessoramento ao conselho de administração e a área de relações com investidores também são relevantes para definição da estratégia e para tomada de decisões estratégicas.

Em seu processo decisório, o SDE está submetido a, pelo menos, três condicionantes fundamentais: a legislação e os regulamentos em vigor (Constituição Federal, Código Civil, Lei das Sociedades Anônimas (S.As.), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), dentre outros); as disposições auto-reguladoras do mercado de capitais e das corporações, como as regras dos contratos de adesão aos níveis mais elevados de governança corporativa (Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 criados pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA, 2001)); as regras de outros grandes contratos organizacionais, como o estatuto social e o acordo de acionistas

As decisões nas companhias abertas são tomadas considerando-se a hierarquia de poder político entre as diversas instâncias do SDE, estabelecida no âmbito da Lei das S.As. — Lei n.6.404 de 15 de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976). Contudo, a elevada concentração da propriedade das companhias abertas nas mãos de poucos agentes econômicos produz certa hegemonia de acionistas controladores ou majoritários sobre os SDE, em suas diversas instâncias.

No Brasil, o controle das companhias abertas está concentrado, em grande medida, em grupos de controle, que podem ser familiares ou não. A Lei das S.As. (Artigo 118) permite que acionistas firmem pactos formais ou acordos de acionistas, o que lhes confere poder político suficiente para controlar companhias. O grupo de controle estabelecido no âmbito de um acordo de acionistas opera como um acionista majoritário, ainda que seus signatários sejam acionistas minoritários, quando individualmente considerados.

Assim, o grande conflito de agência ocorre, nas companhias nacionais, entre os acionistas majoritários (acionistas controladores) e os minoritários, e, não, entre acionistas minoritários e administradores, como é comum em países em que há grande dispersão do capital em um grande número de acionistas, que detêm uma pequena parcela da propriedade. É na relação da companhia de capital aberto com seus *stakeholders*, mas muito especialmente com aqueles que não detêm o mesmo poder de participar, decidir e fazer valer seus pontos de vista, que se coloca a importância das práticas de governança corporativa.

Dentre os muitos conceitos enunciados, depreende-se que governança corporativa abrange um conjunto de políticas e práticas orientadas para diversos objetivos, dentre os quais, dar maior visibilidade e transparência às decisões empresariais, minimizando os potenciais conflitos de interesses entre os diferentes agentes das organizações e aumentando o valor da empresa e o retorno do acionista.

As chamadas **boas práticas** de governança corporativa têm-se desenvolvido recentemente (IBGC/BOOZ ALLEN, 2003), como reflexo da abertura da economia, do processo de privatização de empresas estatais, do aumento de investimentos estrangeiros diretos e indiretos no País, do desenvolvimento do mercado de capitais e da intensificação das negociações das ações de empresas brasileiras nas principais bolsas internacionais.

Dentre as mais importantes iniciativas com vistas a implementar boas políticas e práticas de governança no Brasil, podem ser citadas: a reformulação da Lei das S.As., a criação e atuação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa da Bovespa e o maior destaque dado à atuação dos investidores institucionais que atuam nos fundos de pensão e no *portfolio* dos bancos comerciais.

Naturalmente, as companhias abertas brasileiras não se encontram todas no mesmo patamar de governança corporativa. Nas empresas que têm empreendido consistentes esforços para o desenvolvimento e a adoção de boas políticas e práticas, no âmbito de um movimento nacional pela governança corporativa, geralmente se reconhece de forma diferenciada a necessidade de maior respeito ao acionista minoritário e maior transparência informacional.

Dessas considerações, decorre o problema que esta pesquisa buscou investigar, que é avaliar a ambiência percebida por empresas de capital aberto e por alguns participantes do mercado acerca das políticas e práticas de governança corporativa já implementadas ou não, bem como as dificuldades e potencialidades desse processo. Neste artigo, serão apresentados os resultados obtidos pela pesquisa sob a ótica dos públicos corporativos (dirigentes empresariais), gestores de *portfolio*, acionistas minoritários e executivos da Associação Brasileira dos Investidores do Mercado de Capitais (Animec), Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais (Apimec), IBGC e Bovespa. Tais grupos, como será demonstrado, oferecem uma visão bastante ampla do problema e o fato de analisá-lo sob ângulos diferentes possibilitou aos pesquisadores captar uma significativa gama de questões essenciais para a discussão sobre governança corporativa no Brasil.

Espera-se que uma maior compreensão desse problema, complexo e atual, possa contribuir, ainda que modestamente, para a melhoria das políticas e práticas de governança corporativa no Brasil. Conforme afirmam Yamamoto e Almeida Prado (2003, p.43):

- “É consenso entre os agentes que a governança corporativa é muito importante para a credibilidade e o crescimento econômico das empresas e dos países, independentemente do modelo a ser adotado. Percebe-se, hoje, que as falhas de gestão de uma companhia, além de vultosos prejuízos que podem causar aos acionistas, podem colocar em risco a credibilidade do mercado como um todo, com reflexos imprevisíveis sobre o nível de atividade econômica em geral”.

## 2. GOVERNANÇA CORPORATIVA: MODELOS E VISÕES

O termo governança corporativa começou a ser utilizado nos Estados Unidos, no final da década de 1980, para designar uma forma de gestão que tornasse as companhias abertas mais confiáveis para os investidores e socialmente mais responsáveis, desenvolvendo mecanismos que conferissem maiores visibilidade e transparência ao processo decisório. Com a ampliação do movimento pela governança corporativa, outros temas como ética e responsabilidade social foram sendo incorporados ao debate (CARLSSON, 2001).

A governança corporativa é um construto e, portanto, não pode ser explicada por um único conceito, mas por intermédio de construções teóricas que envolvem vários campos do conhecimento. Tal termo tem sido excessivamente utilizado, tornando-o um amálgama que, por não ter forma própria, tem esvaziado seu significado e sua identidade (BERNARDES e GONÇALVES, 2003).

A literatura acadêmica identifica quatro modelos de governança corporativa: modelo financeiro, focado no retorno financeiro dos investidores; modelo dos públicos relevantes (*stakeholders*), que preconiza a responsabilidade social; modelo político, cuja ênfase é a questão institucional; modelo de procuradoria, que valoriza o poder de os gerentes gerarem valores tangíveis e intangíveis. Cada um desses modelos enfatiza com maior rigor algumas características da governança corporativa, sem, contudo, deixar de lado variáveis destacadas nos outros.

No âmbito do primeiro modelo aqui contemplado — o financeiro — discute-se o conflito entre proprietários e administradores. A teoria de agência foi desenvolvida inicialmente por Berle e Means (1932) com o objetivo de analisar o conflito endógeno entre proprietários e gerentes. Essa teoria emergiu do reconhecimento do poder dos gestores, em um ambiente caracterizado pela dispersão do capital e pelo elevado contingente de proprietários dependentes de boas decisões gerenciais. Nessa perspectiva, nem sempre há coincidência entre os interesses dos proprietários e dos gerentes, que, embora contratados para prestar seus serviços aos proprietários, nem sempre agem de acordo com os melhores interesses de seus contratantes, em virtude do poder que lhes é atribuído.

Posteriormente, Jensen e Meckling (1976) afirmaram, de forma mais genérica, que o conflito de agência ocorre quando há delegação de poder decisório e quando as decisões nem sempre são tomadas no melhor interesse de quem delega, por negligência, incompetência ou má-fé de quem decidiu. Os autores elaboraram a fundamentação, considerada como o embasamento do modelo financeiro, em que desenvolvem a relação de agência a partir do pressuposto de maximização de utilidade dos agentes e da separação entre propriedade e controle que caracteriza a moderna corporação. Como a busca pela maximização de utilidade é uma premissa, nem sempre o agente atuará em prol dos melhores interesses do mandatário.

No contexto do modelo financeiro, Schleifer e Vishny (1997) e Hawley e Williams (2000b) priorizam, em especial, a maximização dos retornos sobre os investimentos financeiros realizados pelos agentes, considerando-se tais investidores o público mais relevante. Nesse contexto, ocorrerá frequentemente o **conflito de agência** entre proprietários (acionistas) e administradores. La Porta *et al.* (1999; 2000), por sua vez, priorizam o conflito de agência entre proprietários (acionistas) e gestores, amplamente tratado pela literatura acadêmica sobre governança corporativa e fortemente baseado no contexto norte-americano.

O modelo financeiro tem constituído, provavelmente, a principal referência relativa ao tratamento de contendas entre acionistas controladores e acionistas não-controladores, excluídos do controle. Tais conflitos, frequentes no Brasil, são comuns em mercados de capitais marcados por elevada concentração de propriedade, por empresas familiares, por conselhos de administração e assembleia de acionistas pouco independentes e por uma área de relações com investidores pouco atuante (CLAESSENS *et al.*, 1999; LEAL, 2002; IBGC / BOOZ ALLEN, 2003).

O segundo modelo aqui considerado — o dos públicos relevantes (*stakeholders*) — emergiu da pesquisa conduzida por Clarkson (1995) sobre desempenho social corporativo, cobrindo o período de 1983 a 1993. Nesse estudo, foi enfatizado o papel dos *stakeholders* — pessoas ou grupos que têm ou reivindicam propriedade, direitos ou interesses em uma corporação e em suas atividades passadas, presentes ou futuras, tais como acionistas, empregados, clientes, fornecedores —, denominados *stakeholders* primários.

Nesse modelo, a sobrevivência das corporações depende da habilidade dos administradores para criar riqueza, valor ou satisfação suficiente para aqueles que pertencem a cada grupo de *stakeholders*. Para Clarkson (1995), quando as corporações e os administradores definem e aceitam responsabilidades e obrigações com esses públicos e reconhecem suas reivindicações e legitimidade, entram no domínio dos princípios morais e do desempenho ético, quer saibam disso, quer não.

A participação de *stakeholders* em decisões de cúpula organizacional tem sido discutida por autores como Porter (1992), Williamson (1996) e Turnbull (1997). O primeiro autor postula a aglutinação das melhores características dos mercados de capitais norte-americano, alemão e japonês, com o objetivo de produzir melhor alocação de recursos em projetos de investimento de longo prazo. Os demais questionam Porter, argumentando que a inserção de atores indevidos no contexto de decisões pode ampliar, desnecessariamente, o risco das empresas e aumentar seu custo de capital.

Os conceitos de maximização esclarecida de valor (*enlightened maximization value*) e da teoria esclarecida dos públicos relevantes (*enlightened stakeholders theory*) propostos por Jensen (2001) absorvem grande parte da estrutura dos modelos financeiro e dos públicos relevantes. Ambos consideram as

demandas desses públicos, ao mesmo tempo em que privilegiam a maximização de valor de mercado a longo prazo da empresa, entendido como um relevante objetivo organizacional.

Yamamoto e Almeida Prado (2003) identificam uma tendência mundial de convergência entre o modelo financeiro e o dos públicos relevantes, consistente com a proposição de Jensen (2001). Se assim for, pode-se inferir que a teoria esclarecida dos públicos relevantes tem potencial para constituir-se em modelo aplicável a diversas organizações e mercados mundiais, sem que isso signifique a exclusão dos dois primeiros modelos.

O terceiro modelo aqui considerado — o político — tem sido abordado por autores como Pound (1992), Hawley e Williams (2000a), Turnbull (1997) e La Porta *et al.* (1999; 2000), os quais enfatizam que o contexto institucional e as políticas públicas influenciam a alocação de poder entre proprietários, administradores e demais públicos relevantes (*stakeholders*) e que os investidores respondem às disposições legais e regulatórias e às mudanças nas regras do jogo.

Pound (1992) identificou, no início dos anos 1990, uma emergente tendência política na governança corporativa das companhias norte-americanas, resultante de duas forças: o fim das aquisições alavancadas de companhias (financiadas via empréstimos), comum na década de 1980; e a ascensão de investidores institucionais esclarecidos. Esse novo sistema de governança corporativa emergente seria caracterizado pelo redirecionamento estratégico calcado na sustentabilidade política e na consonância com o modelo anglo-saxão de governança, até como uma resposta à desconfiança e intolerância do mercado às modalidades de transações usuais na década anterior.

Turnbull (1997) pondera que Hawley e Williams (2000a) focaram, em suas pesquisas, a influência dos acionistas sobre as companhias, mas que as corporações também exercem influência na moldagem dos sistemas político, legal e regulatório. Assim, a influência política seria moldada de forma bilateral, pelo Estado e pelas corporações.

O quarto modelo — o de procuradoria — tem sido contemplado em diferentes perspectivas. Autores como Pound (1995), Hawley e Williams (2000a) e Turnbull (1997) enfatizam, basicamente, que a competência executiva está positivamente relacionada à rentabilidade e ao sucesso da organização; que os administradores das corporações trabalham em busca de lucros e são responsáveis pela maximização da riqueza dos acionistas e que os conselheiros e diretores são procuradores dos proprietários. O debate sobre governança corporativa estaria centrado, portanto, nos administradores e na necessidade de delimitar sua atuação. Práticas adequadas deveriam, portanto, realizar auditorias mais frequentes sobre o desempenho dos gerentes; separar as atividades do *Chief Executive Officer* (CEO) e do presidente do conselho de administração; nomear conselheiros externos mais atuantes e au-

mentar a responsabilidade dos conselheiros perante os acionistas minoritários.

Em contraposição à idéia de empresa gerenciada, Pound (1995) apresenta uma proposta de empresa governada, em que o papel do conselho é fomentar decisões eficazes e revogar políticas inadequadas. O conselho de administração deveria ter *expertise* para agregar valor ao processo decisório, fomentar o debate aberto e desenvolver sintonia em relação às preocupações com os acionistas.

Além dos quatro modelos aqui brevemente enfocados, outras visões de governança podem trazer contribuições significativas para ampliação da compreensão do tema (visão do *nexus* de contrato, dos públicos relevantes, do capitalismo fiduciário, visão informacional e outras). Embora todos os modelos e visões remetam à idéia de que governança corporativa refere-se à forma como as organizações exercem seu papel no contexto de uma economia, há muita divergência sobre a forma como esse governo deve ser exercido e a que interesses serve.

Economias capitalistas são caracterizadas por inúmeras transações entre agentes e por custos anteriores e posteriores associados a essas transações (COASE, 1937; WILLIAMSON, 1985; 1996), pela existência de diversos mecanismos de governança — como as firmas, os mercados, as organizações do Estado, as associações (HOLLINGSWORTH e BOYER, 1997) — pela existência das instituições ou **regras do jogo** (NORTH, 1981; 1990), e por condicionantes formais (leis, regulamentos e outros dispositivos) e informais (ditames da cultura) que permeiam as transações. Portanto, é mister reconhecer que a coordenação de atividades pelas firmas — ou a governança corporativa — ocorre em um ambiente de elevada complexidade.

Emergem, assim, vários conceitos de governança e muitas alternativas para operacionalizá-los. Zingales (1997), por exemplo, considera que a governança corporativa compreende a coordenação de atividades econômicas exercida dentro dos limites restritos da firma. Também para a *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD, 1999), governança corporativa refere-se aos meios internos pelos quais as organizações são operadas e controladas. Já para outros institutos que se dedicam ao estudo de governança corporativa, ela é um instrumento a ser utilizado para atender aos interesses de públicos distintos. Na perspectiva da CVM (2002), governança corporativa é o conjunto de práticas que — ao proteger todas as partes envolvidas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital — tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia. Para o IBGC (2004), governança é conceituada como as práticas e os relacionamentos entre os acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, visando otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital.

Há muitas divergências sobre o que é governança corporativa, o que constitui o **governo corporativo**, a forma como tal **governo** deve ser exercido e a que interesses serve. A despeito das controvérsias teóricas, um movimento forte por

boas práticas, em nível mundial, tem introduzido significativas mudanças nas **regras do jogo**. A implantação de boas políticas e práticas de governança corporativas devem alicerçar-se em bases teóricas sólidas e o presente artigo busca agregar uma contribuição ao debate.

### 3. METODOLOGIA DA PESQUISA

A literatura brasileira sobre governança corporativa ainda não é muito extensa. Visando contribuir para a discussão desse tema, foi conduzido um estudo com grupos envolvidos na problemática de definir ou influenciar estratégias relativas à governança corporativa das empresas pesquisadas e do mercado acionário.

A coleta de dados foi efetuada por intermédio de 23 entrevistas<sup>(1)</sup> semi-estruturadas, com quatro segmentos: gestores corporativos, que integram a cúpula de duas grandes companhias nacionais de capital aberto (seis entrevistas realizadas com dois membros do conselho de administração, dois diretores e dois executivos com trânsito junto à cúpula da empresa); gestores de *portfolio* (cinco entrevistas realizadas com dois gestores de fundos de pensão, um gestor de fundos de investimento de firma independente, um gestor de fundos de investimento de bancos e um gestor de fundos e clubes de investimento de corretora de valores mobiliários); acionistas minoritários individuais (sete entrevistas realizadas com investidores minoritários aleatoriamente escolhidos); executivos de órgãos de intermediação e fomento do mercado brasileiro (cinco entrevistas, sendo uma na Animec, uma na Apimec MG, uma no IBGC e duas na Bovespa).

A pesquisa original (BRANDÃO, 2004) é mais ampla do que este espaço permite relatar, razão pela qual se focaram algumas das questões nele detalhadas. Este artigo apresenta os resultados obtidos a partir das entrevistas realizadas com os quatro grupos escolhidos, que, de forma agrupada, abordaram o problema da pesquisa em duas grandes dimensões: qualificação da importância do SDE de companhias com ações em bolsa de valores, em dimensões relevantes; identificação dos principais limites potenciais de influência dos acionistas minoritários excluídos do controle na construção desse sistema, segundo as percepções dos públicos abordados. Para operacionalizar as entrevistas, essas duas dimensões foram subdivididas em quatro blocos de questões:

- as instâncias formais de decisão — dinâmica de funcionamento, medidas para confortar acionistas minoritários quanto a decisões tomadas pelo conselho e influência dos conselheiros;
- dimensões relevantes do SDE quanto a importância e interesse demonstrado pelos acionistas minoritários;
- práticas especiais de governança corporativa;
- aspectos relativos a legislação, regulamentação e democratização do mercado de capitais e à questão da transparência informacional.

Foram elaborados roteiros de entrevista adaptados a cada grupo de entrevistados, contemplando questões comuns e específicas. Os instrumentos de coleta de dados foram submetidos a pré-testes. O conteúdo das entrevistas gravadas, que ocorreram no período de setembro a dezembro de 2003, foi transcrito e o material analisado qualitativamente em torno dos pilares que direcionaram os blocos de questões. Foi também realizada coleta de dados públicos, disponibilizados pelas companhias pesquisadas e pelos órgãos de regulamentação e fomento ao mercado acionário.

Nos itens seguintes, serão relatados e analisados os resultados obtidos pela pesquisa.

## 4. AS PERSPECTIVAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA VISÃO DOS GRUPOS DE STAKEHOLDERS

### 4.1. O público corporativo

Avaliar a questão de governança corporativa na perspectiva de diretores de companhias abertas representa uma oportunidade de captar a lógica que orienta as decisões dos indivíduos e grupos que decidem e/ou implementam as decisões dos grupos controladores nas empresas de capital aberto. Este estudo referir-se-á a esse grupo, genericamente, como *insiders*, isto é, pessoas que detêm informações importantes e confidenciais sobre a empresa e que são, por lei, impedidas de utilizar essas informações para beneficiar-se, direta ou indiretamente, com a obtenção de ganhos anormais em relação aos que são obtidos pelo mercado. A forma de atuação dos *insiders*, como se constatou ao longo da pesquisa, faz diferença sobre as políticas e práticas que efetivamente serão implementadas nas empresas.

Inicialmente, buscou-se identificar a lógica subjacente ao modelo de governança corporativa adotado nas empresas pesquisadas. Claramente aparece a racionalidade financeira dos *insiders* no sentido da importância de criar valor para os acionistas, embora tenha sido mencionada também a necessidade de atender às expectativas dos públicos relevantes. Esse é um indicativo interessante e revela que a lógica racional do modelo financeiro não exclui a possibilidade de que outros *stakeholders* também sejam considerados. As práticas de governança implantadas nas empresas não estão, necessariamente, amparadas por sistemas de regulamentação internos específicos, tais como estatuto, acordo de acionistas, ou pelo código de governança corporativa adotado pela companhia. Essa constatação sugere que relevantes práticas podem ser implementadas, sem que estejam, forçosamente, explicitadas nos instrumentos formais. Boas práticas podem existir sob a forma de conhecimento tácito, não-formalizado, no âmbito das corporações.

A dinâmica de funcionamento das assembleias gerais (AGs) é, nas empresas pesquisadas, bastante diferenciada. Na primeira companhia parece haver maior capacidade de orga-

nização e participação de representantes de fundos de ações. Na segunda, a presença e participação dos investidores são muito baixas, apesar do esforço de divulgação das assembleias. Na perspectiva dos entrevistados, esse fato pode ser explicado pela crença na inocuidade da participação dos investidores, elemento que aparece como um importante fator que influencia a dinâmica das AGs. Uma alternativa mencionada para minimizar esse problema foi a intensificação de contatos entre a área de relações com investidores (RI) das companhias abertas e os investidores, visando aumentar as oportunidades de presença e participação, inclusive dos minoritários.

Em que pese a importância atribuída pela teoria ao conflito de agência, considerado inerente ao relacionamento acionistas controladores — acionistas não-controladores, esse não aparece como a tônica das reuniões do conselho de administração nas empresas pesquisadas. Aqui, pode-se levantar uma questão essencial: o conflito está de fato sendo administrado ou ele é considerado tão pouco relevante pelo grupo de controle que nem sequer chega à pauta das reuniões do conselho? A percepção decorrente das entrevistas é a de que, ao menos nas empresas pesquisadas, o conflito é relevante e cuidadosamente administrado, de acordo com as especificidades das estruturas de propriedade existentes em cada uma.

No que se refere às medidas destinadas a conferir maior conforto aos acionistas não-controladores excluídos do controle quanto às decisões tomadas pelo conselho de administração, os entrevistados destacaram que a busca de consenso é o principal fator invocado para minimizar o conflito e que a intermediação da área de RI é fundamental. Transparência aparece como um elemento importante para pautar as relações entre a empresa e seus acionistas, factível desde que o acionista controlador visualize a bolsa de valores como o *locus* em que o preço da companhia é formado e um centro de liquidez para seu patrimônio.

Esses resultados indicam que *insiders* podem ter consciência quanto à necessidade de melhorar a percepção dos investidores no que se refere à preocupação do conselho com os minoritários, o que pode ser alcançado pela busca de consenso nas decisões, melhoria no relacionamento com os investidores, transparência no processo decisório e criação consistente de valor econômico. Em síntese, a melhoria da percepção pode ser alcançada por meio de indicadores associados ao quadrilátero criação de valor econômico, *modus operandi* do acionista majoritário, *modus operandi* do conselho de administração e *modus operandi* da área de RI.

O papel dos conselheiros nos órgãos de decisão foi associado a cinco fatores essenciais: capacitação e proatividade dos conselheiros; utilização de suas prerrogativas, no sentido do uso do poder legal que detêm; participação dos conselheiros na construção do plano estratégico da companhia; personalidade, competência pessoal e nível de reconhecimento pelo **mercado**; maturidade do presidente do conselho de administração na condução dos trabalhos.

O potencial de influência de conselheiros foi considerado elevado: para os gestores corporativos, práticas propostas por conselheiros representantes de acionistas minoritários ou por conselheiros independentes teriam chance mínima de 50% na primeira empresa e 96% na segunda de serem viabilizadas, se efetivamente encaminhadas. Esse indicativo é relevante para as práticas de governança corporativa em geral, pois demonstram que, em que pesem o conflito de agência e o conflito acionista majoritário — acionistas minoritários, conselheiros representantes de acionistas minoritários e conselheiros independentes podem ter chances apreciáveis de influir no SDE. Adicionalmente, não foram indicadas diferenças significativas entre as chances de influência de conselheiros representantes de acionistas minoritários e de conselheiros independentes.

A área de relações com investidores tem uma importância crucial como intermediadora entre a empresa e todos os participantes do mercado acionário. Os requisitos considerados fundamentais para uma atuação efetiva e dinâmica da área foram associados a transparência; qualidade das informações produzidas e publicadas; disponibilidade para atender a todos os tipos de investidores. Não há dúvidas de que a área constitui um canal de prestação de informações aos investidores, mas suas práticas são altamente dependentes das políticas estabelecidas pelo acionista majoritário. Seu *modus operandi* é estabelecido em instância superior à própria área, mais uma executora das políticas empresariais em itens como transparência informacional, importância a ser conferida aos minoritários, relevância do mercado como fonte de captação de recursos e outros. Na perspectiva do público corporativo, o bom desempenho da área de RI está vinculado a sua capacidade de estabelecer relações bilaterais entre os diversos públicos a que serve, à transparência e qualidade das informações produzidas, à possibilidade de disseminar as informações relevantes da empresa, à sensibilidade demonstrada em relação às demandas estabelecidas pelos diversos componentes do mercado e à mobilidade da área, isto é, sua capacidade de fazer chegar a informação adequada, com a periodicidade necessária, a cada um dos públicos corporativos.

A terceira parte da pesquisa com o público corporativo avaliou sua perspectiva em relação à adoção das seguintes práticas especiais de governança corporativa: adoção do código de governança corporativa por sua empresa; exercício das funções — presidência do conselho e presidência executiva — por pessoas distintas; *rating*<sup>(2)</sup> de governança corporativa.

A adoção do código de governança corporativa, na visão dos entrevistados, confere uma segurança muito grande ao representante dos minoritários no conselho de administração, já que torna o processo decisório da empresa mais transparente. A adoção do código de ética, por sua vez, desponta como uma modalidade de código de governança corporativa, porém mais focado no estabelecimento de regras de conduta para atores organizacionais. Sua adoção, contudo, não é vista como uma questão simples, na perspectiva dos entrevistados.

A possibilidade de exercício das funções da presidência do conselho de administração e da presidência executiva por pessoas distintas suscitou imediata associação, por parte dos entrevistados, ao problema de dar maior proteção ao acionista minoritário, o que não era necessariamente seu foco. O exercício da presidência por pessoas distintas não implica aumento de influência dos acionistas não-controladores excluídos do controle sobre o SDE. De fato, a separação das funções pode ser reconhecida como relevante para mitigar o conflito de interesses inerente à superposição das funções, mas não está afeta apenas ao problema dos não-controladores. O *rating* de governança corporativa dificilmente será adotado voluntariamente pelas empresas brasileiras num futuro próximo, na visão dos entrevistados. Essa constatação é relevante e pode revelar resistências, por parte das empresas, de serem avaliadas comparativamente e terem seus indicadores desfavoráveis expostos ao público. Desse modo, as agências de *rating* de governança corporativa precisarão encontrar formas criativas de oferecer seus serviços às empresas brasileiras. Uma possibilidade que se apresenta é a realização de *ratings* internos, isto é, avaliações especificamente realizadas, voluntárias, com caráter de confidencialidade e destinadas a subsidiar o processo estratégico da companhia.

A pertinência e a adequação das leis e regulamentos que normatizam o funcionamento do mercado de capitais no Brasil apresentaram-se como um tema polêmico para o público corporativo, especialmente no que se refere ao exercício do papel coercitivo da legislação e da regulamentação em face da adoção de mecanismos de auto-regulação instituídos pelo mercado e pela própria empresa. Fica claro que se está diante do dilema crucial entre as perspectivas do Estado intervencionista e do Estado neoliberal, no sentido de tentar estabelecer em que medida as relações entre os agentes econômicos serão impostas pela lei ou reguladas pelas práticas institucionalizadas e consensuais.

As possibilidades de democratização do mercado de capitais aparecem claramente associadas a condições macroeconômicas favoráveis e à redução da carga tributária, a incentivos que poderiam ser oferecidos pela legislação e a mudanças culturais, sendo estas operadas a partir de maior divulgação das possibilidades de investimento apresentadas pelo mercado acionário.

A pesquisa com o público corporativo conduz à percepção mais abrangente de que fatores da órbita dos acionistas controladores (como a intenção de criar valor para todos os acionistas e a postura quanto ao compartilhamento de poder e à transparência informacional), dos acionistas não-controladores (como a crença na efetividade de participar de assembleias, o **ativismo** em governança corporativa e a capacidade de organização) e dos conselheiros (como a fundamentação de suas opiniões, sua competência e capacidade de agregar valor) constituem **fronteiras potenciais** à influência direta ou indireta de acionistas não-controladores sobre a construção do SDE das

companhias abertas. Ressalta-se aqui a importância da legislação e da regulamentação, já que dificilmente as empresas adotarão determinadas práticas de governança corporativa, a menos que levadas a aderir a novas **regras do jogo** formalmente instituídas.

## 4.2. Os gestores de *portfolio*

Gestores de *portfolio* são indivíduos que atuam na gestão de carteiras corporativas e desempenham um importante papel no mercado acionário, uma vez que intermedeiam grande parte dos recursos que fluem para o mercado e definem a composição das carteiras de clubes e bancos de investimento, fundos de pensão e corretoras. Grande parte das políticas e práticas de governança corporativa implementadas pelas empresas de capital aberto é percebida e avaliada pelos gestores de *portfolio*, que atuam como formadores das estratégias que balizarão o comportamento de outros agentes econômicos, como os investidores individuais.

Opiniões divergentes sobre a dinâmica do mercado apareceram claramente nas entrevistas. Um dos gestores identificou um potencial conflito de interesses que estaria afetando a atuação dos *players* institucionais. As instituições financeiras que operam na ponta da gestão de investimentos, geralmente mantêm outros negócios com as empresas que compõem o mercado acionário ou mesmo pertencem a um grupo acionário que abriga também essas empresas. Isso traz um conflito sério, pois os gestores de *portfolio* podem vir a ser compelidos a compor suas carteiras com ações de empresas cujo processo de seleção se pautou mais por interesses corporativos do que propriamente por critérios técnicos.

Por um lado, pode-se argumentar que o mercado de capitais abriga potenciais conflitos de interesse, cuja compreensão e equacionamento em níveis admissíveis estão associados ao problema da eficiência. Caberia, assim, a cada gestor responder pela rentabilidade e risco da carteira sob sua administração. Escolhas inadequadas levariam à queda no desempenho do fundo, que passaria a ser recusado pelos investidores. Na prática, contudo, sabe-se que o mercado brasileiro não tem tal nível de eficiência informacional. A legislação, a regulamentação e a auto-regulamentação do mercado, tanto em termos de disposições quanto de garantia de seu cumprimento (*enforcement*), são, portanto, elementos relevantes para mitigar os conflitos.

As instâncias formais de decisão, notadamente as AGs, receberam críticas dos gestores de *portfolio*, pelo caráter eminentemente formal desses eventos, pela participação de pessoas referenciadas como sem representatividade de capital e pouco instrumentadas para fazer questionamentos e pela falta de ativismo dos investidores institucionais (isto é, deles próprios). Como dificultadores da presença e participação de minoritários, foram mencionadas: a dispersão geográfica das assembleias, a crença na imposição do desejo do acionista majoritário e na inocuidade da presença dos minoritários nas reuniões.

Para incentivar a presença e participação de acionistas minoritários em AGs, os entrevistados mencionaram como fatores importantes: a boa organização e divulgação do evento; uma política de relacionamento consistente por parte da companhia; o momento específico vivido pelo mercado e pelo setor em que a empresa atua; a relevância da pauta e a capacidade de condução da assembleia geral. Também a dinâmica do conselho de administração foi considerada restritiva à ideia de uma gestão mais transparente. Na visão dos gestores de *portfolio*, a atuação do conselho desfavorece a discussão de aspectos relevantes e estratégicos e protege os acionistas majoritários, que invocam sua condição de *insider* para eximir-se de discutir determinadas informações privilegiadas, sob a alegação de que são estratégicas para a companhia.

No que se refere a medidas para confortar acionistas não-controladores sobre decisões tomadas pelo conselho, os gestores de *portfolio* consideraram que várias delas podem minimizar o problema: adoção de código de governança corporativa; adoção da Cartilha da CVM; independência do conselho de administração; estabelecimento de regras para eliminar empresas limitadas e/ou e outras formas societárias que permitam operações desconhecidas dos acionistas; adoção de modelo acionário baseado exclusivamente em ações ordinárias; *rating* de ações; possibilidade de os acionistas não-controladores aprovarem o balanço das companhias (medida que dependeria de aprovação legal); disponibilidade de informação detalhada sobre a pauta de reunião do conselho de administração, assim como das decisões tomadas; comprometimento da alta administração com práticas de transparência; comprometimento da alta administração com a criação de valor para os acionistas; estabelecimento de políticas bem definidas de distribuição de resultados.

A possibilidade de influência de conselheiros representantes de minoritários sobre o SDE foi encarada de maneira cética pelos gestores. Percepção semelhante foi demonstrada em relação à esperada **independência** dos conselheiros independentes, uma vez que eles são indicados pelo controlador. As maiores possibilidades de influência ficam mesmo com os conselheiros representantes do acionista majoritário.

O papel da área de relação com investidores foi tão destacado pelos gestores de *portfolio* (como já havia sido pelos públicos corporativos), que a área foi considerada a instância mediadora mais importante entre acionistas controladores e não-controladores. Como características relevantes da área de RI, os gestores entrevistados destacaram ética, clareza informacional, capacidade de oferecer informações fundamentadas, de dispensar tratamento isonômico a todos, de expressar-se em linguagem apropriada aos múltiplos perfis do mercado e de atuar de forma bilateral no processo informacional.

Dentre as consideradas **boas** práticas de governança corporativa, os entrevistados destacaram a adoção do código de governança corporativa, considerado o compromisso mais relevante que a empresa pode assumir diante do mercado. Foram

especialmente destacados os principais códigos de governança corporativa disponíveis no mercado nacional, desenvolvidos pela CVM, pelo IBGC e pela Animec.

O exercício das funções de presidência do conselho de administração e da presidência executiva por pessoas distintas, foi considerado, pela maioria dos gestores, uma prática positiva, que traz benefícios tais como maior facilidade de diálogo e descentralização, maior clareza e consistência informacional, contribuições para o processo de profissionalização da companhia e desconcentração de poder. Contudo, da mesma forma que o público corporativo, os gestores de *portfolio* também não estabeleceram nenhuma correlação entre essa prática e um aumento na influência de acionistas não-controladores. Esse grupo, contudo, foi mais claro em sua percepção e explicitou a inequívoca hegemonia dos majoritários no exercício do controle.

A possibilidade de realizar o *rating* de governança corporativa foi considerada positiva pelos gestores. Afinal ela auxiliaria esses profissionais na sua função precípua de analisar as empresas. Essa não foi, contudo, a razão verbalizada pelos entrevistados. O argumento foi o de que empresas ranqueadas, quando bem cotadas, teriam seu custo de capital reduzido e o preço de suas ações aumentado, além de benefícios aos investidores, que ficariam menos expostos a riscos. Fica claro que o *rating* integraria o conjunto de ferramentas utilizadas por analistas do mercado de capitais e por gestores de *portfolio* na avaliação de companhias abertas, mas, às agências de *rating* caberia o desafio de desenvolver metodologias que capturassem os aspectos corporativos que efetivamente interessassem aos investidores do mercado, sem, contudo, expor as informações estratégicas das empresas avaliadas.

Transparência informacional, na perspectiva dos gestores, aparece como um dos aspectos mais frágeis do mercado brasileiro. A disponibilidade de informações para os investidores foi considerada insatisfatória, independentemente do tipo de informação que se considera, seja sobre o funcionamento do SDE, seja sobre os resultados das companhias. Torna-se interessante observar o realismo desse grupo, que não espera melhoria voluntária na oferta de informações por parte das empresas. Melhorias nesse item somente seriam obtidas por meio de atos regulatórios e/ou legislativos, de *rating* de ações e do ativismo dos investidores, especialmente dos institucionais (eles próprios), que deveriam cobrar maior transparência e melhor qualidade das informações.

Gestores de *portfolio* reconhecem, realisticamente, a necessidade de as empresas resguardarem informações estratégicas. Acionistas não-controladores deveriam ser informados sobre planos que podem afetar o valor da empresa e sobre as grandes linhas da gestão organizacional, mas eles deverão conviver com a assimetria informacional inerente ao mercado, num grau aceitável, escolhendo bons representantes de seus interesses e usando seu direito de se desfazer das ações da companhia via mercado de capitais, direito de recesso ou *tag along* <sup>(3)</sup>.

Para avaliar o conhecimento dos gestores de *portfolio* sobre as práticas de governança corporativa, uma lista com 60 práticas foi apresentada a eles, incluindo aquelas avaliadas pelos públicos corporativos das empresas pesquisadas, acrescida de outras, listadas por mais sete companhias abertas. O resultado identificou grande **assimetria informacional**, revelando muitas dúvidas e desconhecimento por parte dos pesquisados. Diante de práticas seguramente implantadas e divulgadas pelas empresas, alguns gestores de *portfolio* posicionaram-se firmemente, afirmando que tais práticas não haviam sido implementadas e vice-versa. A despeito dessa constatação, não se pode afirmar que gestores de *portfolio* sejam desinformados, mas apenas que tomam decisões de investimentos em ações com base em dimensões que incluem outras lógicas, além das que foram enfatizadas por esta pesquisa.

**Os maiores problemas, na perspectiva dos gestores de *portfolio*, estão associados ao enforcement, ou seja, à existência de garantias de que as regras do jogo ditadas pelos órgãos fiscalizadores serão cumpridas.**

A legislação e a regulamentação do mercado de capitais foram consideradas adequadas, com possibilidades de melhorias. Os maiores problemas, na perspectiva dos gestores de *portfolio*, estão associados ao *enforcement*, ou seja, à existência de garantias de que as regras do jogo ditadas pelos órgãos fiscalizadores serão cumpridas. A criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela Bovespa foram apontados como mecanismos mais eficientes para resguardar os direitos dos não-controladores do que as mudanças introduzidas pela Lei das S.As. O aparato regulador aparece, assim, como uma forma de compensar determinadas lacunas que o arcabouço legal não consegue encaminhar adequadamente.

Para possibilitar a democratização do mercado de capitais, os gestores consideraram medidas relevantes:

- condições macroeconômicas favoráveis, como juros menores, melhor distribuição de renda, menor desemprego;
- incentivos do governo, como redução do imposto de renda para investidores e uso do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) para investir em ações;
- melhor dinâmica do mercado, incluindo mecanismos que visem dar maior segurança aos investidores, criação de tribunais especiais para o mercado, viabilizando alternativas eficazes para equacionamento dos conflitos de interesses, e possibilidade de aprovação do balanço pelos acionistas não-controladores;
- adoção de práticas de governança corporativa pelas companhias, objetivando a confiabilidade da gestão das companhias abertas e a transparência informacional;

- possibilidade de trabalhar tanto a cultura dos empresários quanto do público e ampliação do trabalho de divulgação da bolsa de valores desenvolvido pela Bovespa.

Dentre os cinco fatores mencionados, os dois primeiros dependem significativamente da política econômica do governo; o terceiro e o quinto fatores estão muito associados à atuação de organizações como a CVM e a Bovespa; o quarto fator depende fundamentalmente das empresas, embora não se possa desconsiderar a influência dos órgãos reguladores nas práticas corporativas.

Da investigação realizada com os gestores de *portfolio* resulta a percepção geral de que constituem fronteiras potenciais de influência desse grupo sobre os SDE de companhias abertas, a possibilidade de reivindicar maior participação nas decisões das empresas, a implementação de um maior ativismo em relação à implementação de **boas** práticas de governança corporativa e ao desenvolvimento de uma visão de longo prazo.

#### 4.3. Os acionistas não-controladores

Pesquisas sobre o perfil dos não-controladores no Brasil são escassas, embora necessárias, dado que a observação da realidade permite inferir que existem diversos tipos de acionistas nessa categoria. O grupo que participou desta pesquisa compôs-se aleatoriamente por elementos com boa formação profissional, variada experiência com investimento em ações, relativa capacidade para utilização de ferramentas técnicas que subsidiam a formação de suas carteiras, uso sistemático da Internet para buscar informação sobre o mercado e forte crença de que *o feeling* é um importante mecanismo para nortear suas decisões. A motivação básica para investimento é a possibilidade de remuneração do capital investido em bases superiores à oferecida por títulos de renda fixa.

Acionistas não-controladores reconheceram sua modesta participação nas assembleias gerais e argumentaram que não freqüentam as reuniões porque não se interessam ou porque se sentem intimidados por sua condição de minoria. Também o monitoramento das atividades do conselho de administração é raro e, quando ocorre, geralmente é por meio de *sites* específicos na Internet ou via leitura das atas disponibilizadas pelas companhias.

Sobre a utilização de medidas para confortar acionistas não-controladores sobre decisões tomadas pelo conselho, os entrevistados revelaram-se céticos sobre a possibilidade de que *insiders* partilhem sua posição com eles. O grupo reconhece, contudo, que a política de divulgação de informações relevantes, praticada por algumas companhias em níveis mais elevados de governança corporativa, tem sido salutar para o mercado. As sugestões dos minoritários para melhorar seu nível de segurança são: adoção de padrões contábeis mais rígidos (provavelmente em virtude dos recentes casos de empresas que faliram, após apresentar demonstrativos contábeis audi-

tados e aparentemente saudáveis), apresentação de relatórios com informações sobre o processo de tomada de decisões e disponibilização de mais informações via Internet. Em todas as sugestões, aparece claramente a demanda do minoritário por maior transparência.

As possibilidades de influência de conselheiros representantes dos minoritários sobre o SDE foram consideradas praticamente nulas pelo grupo de minoritários. Esse ceticismo repete-se também em relação ao representante dos majoritários, demonstrando uma percepção diferente em relação ao que foi demonstrado pelos gestores de *portfolio*. As maiores possibilidades, surpreendentemente, seriam dos conselheiros independentes.

A imagem dos entrevistados sobre a área de RI das companhias abertas não é particularmente positiva. Alguns jamais a ela recorreram, outros não guardam boas recordações de ocasiões em que buscaram algum contato ou informação. Todos consideram, entretanto, que a área de relações com investidores pode operar no sentido bilateral, tanto na divulgação de informações quanto como porta-voz dos investidores, desde que o acionista controlador dê a devida atenção aos pequenos investidores.

No que concerne às práticas especiais de governança corporativa, os acionistas minoritários argumentaram que a existência de códigos de governança não se reflete em suas decisões de investimento. Deve-se fazer a leitura desse resultado de forma cuidadosa. Ao final das entrevistas com o grupo, ficou claro que suas reivindicações estavam centradas, exatamente, em práticas que constituem a essência dos códigos de governança corporativa. Percebeu-se um alto nível de desinformação do grupo quanto ao que compõe o código e o que constitui **boas** práticas de governança. Não se pode ser simplista e concluir que **minoritários não querem ser objeto de práticas que visem proteger seus direitos**. Na essência, a questão dos minoritários reflete a postura de uma sociedade em relação a um segmento específico, que não deve ser definida em função de expectativas particulares.

A possibilidade de que o exercício da presidência do conselho e da presidência executiva por pessoas distintas resulte em possibilidade de maior influência para os minoritários foi vista com ceticismo ou desinteresse, uma vez que o acionista majoritário tem a prerrogativa de indicação para ambos os cargos. Já a implantação do *rating* de governança corporativa foi considerada uma idéia interessante pelo grupo de minoritários. Como esse grupo dispõe de poucos instrumentos técnicos para subsidiar suas decisões de investimento, dado que as análises mais sofisticadas requerem significativo dispêndio de recursos e tempo, o *rating* possibilitaria ampliar as informações sobre as empresas, sinalizando as melhores alternativas de investimentos.

Transparência informacional não constitui uma expectativa efetiva desse grupo, tendo um dos entrevistados considerado, inclusive, que resta ao minoritário restringir-se às informações

divulgadas pela CVM. Consta-se uma clara percepção desses acionistas em relação à existência da **assimetria informacional**, já identificada no caso dos gestores de *portfolio*. Tal percepção, contudo, não aponta para a irrelevância das informações. Comunicações sobre eventos relevantes, que impactassem a cotação das ações, seriam bem recebidas pelos não-controladores, embora eles reafirmem que suas decisões de investimento não consideram diretamente as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas cotadas em bolsa.

### **Condições econômicas favoráveis são associadas pelos entrevistados a estabilidade da economia e a menor incidência de impostos sobre ganhos com ações.**

A legislação e a regulamentação do mercado de capitais são, em grande parte, desconhecidas pelos entrevistados. Os mecanismos de proteção ao minoritário são vistos de forma cética ou crítica. A possibilidade de democratização do mercado de capitais, por outro lado, é considerada positiva pelos minoritários, mas as razões alegadas são puramente pragmáticas: isso representa maior liquidez para suas ações e mais possibilidades de auferir retornos sobre os investimentos realizados. Condições econômicas favoráveis são associadas pelos entrevistados a estabilidade da economia e a menor incidência de impostos sobre ganhos com ações. Uma melhor dinâmica do mercado pressupõe punições aos controladores e aos dirigentes quando ocorrerem atos lesivos aos não-controladores e à adoção, pelas empresas, de práticas associadas a maior confiabilidade na gestão e transparência informacional. Parece interessante observar que, mesmo não utilizando a expressão **boas práticas de governança corporativa**, e ainda tendo sido céticos em relação ao uso de alguns mecanismos, os entrevistados acabaram por expressar apreço pelas práticas que mais contribuem para tornar o mercado transparente e equitativo.

Os resultados obtidos junto aos acionistas não-controladores permitem concluir que esse grupo tem potencial para ampliar seu controle sobre os SDE de companhias abertas e efetivamente o faz quando amplia sua esfera de relacionamento com a área de relação com investidores, quando cobra transparência e equidade das companhias e pressiona conselheiros para uma atuação mais independente e profissional.

#### **4.4. Os executivos das entidades reguladoras do mercado**

Animec, Apimec, IBGC e Bovespa representam um importante papel no mercado. As duas primeiras entidades atuam no sentido de representar segmentos de investidores no mercado brasileiro; o IBGC dedica-se, fundamentalmente, a dis-

cutir as questões relacionadas à governança corporativa, tendo sido responsável pela elaboração do Código de Governança Corporativa hoje existente. A Bovespa, por outro lado, tem a função de executar as negociações com ações para as corretoras associadas, exercendo, também, um papel fiscalizador e regulador, tanto das negociações quanto das empresas que participam do mercado acionário.

Muitas das observações expressas pelos entrevistados desse grupo já foram objeto de discussão nos itens anteriores, razão pela qual esta análise será mais breve. As explicações para a não-participação dos não-controladores nas assembleias gerais são aquelas já mencionadas pelos *insiders*, gestores de *portfolio* e acionistas não-controladores. O ativismo e a capacidade de organização dos investidores apresentam-se como alternativas que poderiam remodelar a dinâmica das AGs.

A dinâmica de funcionamento dos conselhos de administração, embora com problemas, foi vista positivamente pelos entrevistados, dado que pressões egressas dos mercados interno e externo têm levado algumas companhias nacionais a aprimorar seus conselhos. Aparece aqui também menção ao conselho fiscal como uma instância de influência mais interessante para os não-controladores do que propriamente o conselho de administração. Tal questão não foi avaliada até aqui e pode constituir um novo elemento investigativo em outras pesquisas na área.

Interessantes sugestões acerca de políticas que deveriam ser adotadas pelas companhias para composição de seus conselhos emanam desse grupo. Dentre elas, destacam-se:

- o conselho de administração deveria buscar o equilíbrio entre a posição do acionista controlador e a dos administradores;
- deve-se buscar um tratamento equânime para os investidores;
- o conselho deve ser o mais profissional possível;
- os conselheiros devem ser independentes. Uma solução para o problema já levantado de que hoje o conselheiro **independente** é indicado pelo majoritário, seria a submissão de uma lista tríplice aos investidores, que escolheriam um dos indicados. Aparece, inequívoca, a necessidade de conscientização dos conselheiros quanto à responsabilidade, ao comprometimento com a organização e com os acionistas, à necessidade de profissionalização e à capacidade de estabelecer relacionamento interpessoal.

Caso se possa apontar para uma unanimidade na posição de todos os grupos de entrevistados, ela está associada à importância e ao papel da área de relação com investidores. O profissional de RI deve ser capaz de levar o ponto de vista dos investidores à cúpula da empresa e agir como ligação entre os diversos *stakeholders*. Alguns entrevistados apontaram para a importância dessa área para as famílias controladoras (o que, até agora, apenas algumas teriam percebido), no sentido de reduzir o custo de captação de recursos e, conseqüentemente, elevar os preços das ações. Adicionalmente, aparece uma recomendação interessante às companhias abertas, no sentido

de que canalizem seu processo de comunicação pela área de RI, objetivando reduzir incongruências informacionais.

Os entrevistados desse grupo consideraram muito importante a adoção do código de governança corporativa pelas companhias brasileiras, desde que sua adoção não fique restrita ao âmbito do discurso. O estatuto social poderia ser, inclusive, esse instrumento, constituindo um contrato de governança que contemplasse, de forma adequada, a maioria das regras necessárias à condução dos negócios e das relações entre os acionistas. Independentemente do nome que se adote, as agendas de consenso, via mecanismos formais ou informais, devem ser capazes de estabelecer as regras do jogo e regular as relações entre os acionistas.

As perspectivas oferecidas pelos *rating* de governança corporativa suscitaram discussão entre os entrevistados. Alguns o consideraram pouco importante, argumentando que gestores profissionais de *portfolio* não basearão suas decisões de investimento no *rating*, embora os pequenos investidores possam fazê-lo. Adicionalmente, ponderaram que os critérios adotados por agências de *rating* são subjetivos e podem não ser capazes de capturar os aspectos que realmente interessam aos investidores. O aspecto positivo considerado pelos entrevistados foi o de que, embora possa ser um instrumento questionável, o *rating* constitui mais uma ferramenta à disposição do mercado, o que é sempre positivo.

Embora sem questionar a relevância dos processos que visem conferir maior transparência informacional ao mercado, os entrevistados ressaltam um obstáculo efetivo à divulgação de informações, que é o impedimento de manifestação de *insiders* quanto aos negócios das companhias. A criação de valor econômico pelas companhias desponta como o indicador *ex post* que confere mobilidade aos investidores. Nenhum dos entrevistados vislumbrou, contudo, oportunidades da criação de mecanismos *ex ante*, capazes de detectar, preventivamente, problemas de quebra dos princípios associados a práticas saudáveis de governança corporativa.

A avaliação da legislação existente no Brasil para regulamentar o mercado de capitais foi positiva: os instrumentos existentes já oferecem a base para implementação das boas práticas de governança corporativa, incluindo-se aí mecanismos de defesa dos acionistas minoritários. Ao mesmo tempo em que destacam a importância de que o mercado desenvolva mecanismos de auto-regulamentação, os entrevistados enfatizam também a necessidade de que mecanismos de *enforcement* façam cumprir as leis e regulamentos já existentes. O papel dos órgãos **reguladores** é destacado pelo grupo, uma vez que as entidades representativas atuam de forma mais ágil e mais ativa do que as instâncias legais, além de terem o papel de informar, conscientizar e educar o mercado e disseminar as boas práticas corporativas.

Os executivos das entidades reguladoras do mercado constituem potenciais fronteiras de influência sobre os SDE de companhias abertas e efetivamente o fazem, quando contribuem

para a institucionalização de **boas** práticas de governança corporativa, quando discutem e instruem os participantes do mercado e contribuem para influenciar a cultura dos diversos segmentos ou quando incentivam o ativismo em governança corporativa.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O modelo de governança corporativa que parece contemplar o maior número de características que se aplicam à realidade brasileira é o financeiro, dada a relevância que assume o conflito de agência (mesmo que nem sempre explicitado) entre acionistas controladores e não-controladores e a importância atribuída aos retornos dos investimentos realizados. Aparece, também, alguma preocupação com outros *stakeholders*, o que pode indicar a percepção do público corporativo de que a necessidade de criar valor para os acionistas controladores, necessariamente, não exclui a preocupação com outros participantes do mercado, notadamente os minoritários.

### **Boas práticas de governança corporativa são essenciais para viabilizar essa parceria.**

Como contribuições ao processo de construção de boas práticas de governança corporativa no Brasil, sintetizam-se aqui alguns fatores que foram destacados pelas quatro categorias de entrevistados enfocados por esta pesquisa:

- os dirigentes das companhias abertas poderiam avaliar seus SDE de forma mais ampla, considerando aspectos como o desenvolvimento estratégico da companhia associado a práticas de transparência, equidade e responsabilidade social;
- acionistas controladores preocupados em criar valor para todos os acionistas podem repensar a forma de condução de assembléias gerais, objetivando considerar as contribuições dos não-controladores e reverter expectativas negativas desses investidores quanto às possibilidades de sua participação nesses eventos, independentemente das regras legais vigentes;

- há significativo espaço para ampliação da atuação dos conselhos de administração, de forma que as discussões nele encaminhadas contemplem os interesses dos diversos grupos ligados à empresa, sem que essa prática implique introdução de riscos desnecessários à condução dos negócios e custo de capital da companhia;
- conselheiros de administração também podem ter seu desempenho ampliado, a partir de maior participação na construção do plano estratégico da empresa, de uma perspectiva de atuação mais a longo prazo, da conscientização quanto às suas possibilidades pessoais e profissionais de agregar valor ao processo decisório e do poder que lhes é concedido pela Lei das S.As.;
- seria especialmente salutar que as famílias controladoras investissem nas mudanças antes da chegada da chamada terceira geração ao poder;
- as áreas de relações com investidores podem operar de forma bilateral e isonômica entre os dirigentes e os investidores, contribuindo para reduzir o custo de capital das companhias e para valorizar o patrimônio dos acionistas;
- o ativismo dos investidores institucionais, em AGs e em órgãos de regulação, pode contribuir para que as companhias melhorem suas práticas de governança corporativa;
- conselheiros efetivamente independentes nos conselhos de administração das companhias abertas podem prestar bons serviços à melhoria das práticas de governança corporativa;
- as companhias poderiam incluir dispositivos compensatórios e/ou punitivos nos códigos de governança corporativa, visando facilitar a adesão a eles;
- as políticas de transparência informacional podem ser melhoradas com a utilização de alguns mecanismos simples, estando seu uso mais associado à decisão política do que às questões propriamente técnicas;
- políticas de democratização do mercado incluem, além das dimensões macroeconômicas, a valorização do mercado de capitais como instrumento imprescindível para possibilitar o financiamento a longo prazo das empresas e a remuneração adequada dos recursos dos investidores. Boas práticas de governança corporativa são essenciais para viabilizar essa parceria. ◆

## NOTAS

- (1) Os questionários e roteiros de entrevistas utilizados na pesquisa, adaptados a cada um dos segmentos, podem ser solicitados aos pesquisadores via endereços disponibilizados.
- (2) O *rating* é o processo de avaliação de uma companhia relativamente à adoção de boas práticas de governança corporativa. Realizada por organizações especializadas, tal avaliação conduz à qualificação

da companhia em uma escala predeterminada, de modo a permitir a comparação de desempenho de diversas companhias.

- (3) *Tag along* é um direito que confere ao acionista minoritário detentor de ações ordinárias (Artigo 254 da Lei das S.As.) a garantia de pagamento de um preço mínimo de 80% do preço de compra oferecido pelas ações do bloco de controle, em caso de alteração significativa da composição acionária.

- BERLE, Jr. A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan, 1932.
- BERNARDES, P.; GONÇALVES, C.A. *Proposição de uma escala de avaliação da decisão estratégica do grande consumidor do Estado de Minas Gerais em investir em geração de energia elétrica*. 2º. Lugar do XV Prêmio Minas de Economia. Categoria Profissional BDMG/2003.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (Bovespa). *Novo mercado e níveis 1 e 2 de governança corporativa*. 2001. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 10 dez. 2003.
- BRANDÃO, M.M. *Governança corporativa e a influência dos acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas*. 2004. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) — Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil.
- BRASIL. Lei 6.404 de 15/dezembro/1976. *Lei das Sociedades Anônimas*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 22 abr. 2004.
- CARLSSON, Rolf H. *Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy*. New York: John Wiley and Sons, 2001.
- CLAESSENS, Stijn *et al.* *Expropriation of minority shareholders in East Asia*. Draft: World Bank, Dec. 9, 1999.
- CLARKSON, M.B.E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate performance. *Academy of Management Review*, Mississippi, v.20, n.1, p.92-117, Jan. 1995.
- COASE, Ronald. La naturaleza de la empresa. 1937. In: WILLIAMSON, O.E.; WINTER, S.G. (Ed). *La naturaleza de la empresa: origenes, evolucion y desarrollo*. Mexico: Fondo de Cultura Económica, 1996.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.org.br>>. Acesso em: 22 abr. 2004.
- HAWLEY, J.P.; WILLIAMS, A.P. *Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2000a.
- \_\_\_\_\_. *The rise of fiduciary capitalism: how institutional investors can make corporate America more democratic*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2000b.
- HOLLINGSWORTH, J.R.; BOYER, R. *Contemporary capitalism: the embeddedness of institutions*. Cambridge: Cambridge University Press, 1997.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 22 abr. 2004.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC) / BOOZ ALLEN. Panorama atual da governança corporativa no Brasil. Resultados da pesquisa realizada pelas duas entidades. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 4., 2003, São Paulo. *Anais...* São Paulo: IBGC/Booz Allen, 2003.
- JENSEN, M.C. *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*. The Monitor Group / Harvard Business School, 2001.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v.3, n.4, p.305-360, Oct. 1976.
- LA PORTA *et al.* Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, Cambridge, MA, v.54, n.2, p.471-517, Apr. 1999.
- \_\_\_\_\_. Agency problems and dividends policies around the world. *Journal of Finance*, Cambridge, MA, v.55, n.1, p.3-27, Feb. 2000.
- LEAL, Ricardo P.C. Casos internacionais. In: SEMINÁRIO SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA, realizado pelo Coppead, UFRJ, Rio de Janeiro. Coletânea denominada *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*, coordenada por Ricardo Leal. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais, 2002.
- NORTH, Douglas C. *Structure and change in economic history*. New York: WW Norton & Company, 1981.
- \_\_\_\_\_. *Institutions, institutional change and economic performance: political economy of institutions an decision*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). *Principles of corporate governance*. Paris: OECD, 1999.
- PORTER, M.E. Capital disadvantage: America's falling capital investment system. *Harvard Business Review*, Boston, v.70, n.5, p.65-83, Sept./Oct. 1992.
- POUND, J. Beyond takeovers: politics comes to corporate governance control. *Harvard Business Review*, Boston, v.70, n.2, p.83-93, Mar./Apr. 1992.
- \_\_\_\_\_. The promise of the governed corporation. *Harvard Business Review*, Boston, v.73, n.2, p.103-115, Mar./Apr. 1995.

SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey on corporate governance. *Journal of Finance*, Cambridge, v.52, n.2, p.737-783, June 1997.

TURNBULL, S. Corporate governance: its scope, concerns and theories. *Schollary Research and Teories Papers*, Oxford, v.5, n.4, p.180-205, Oct. 1997.

WILLIAMSON, Oliver. *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press, 1985.

\_\_\_\_\_. *The mechanisms of governance*. Oxford: Oxford

University Press, 1996.

YAMAMOTO, M.M.; ALMEIDA PRADO, J.E. Governança e o valor das empresas: o respeito dos acionistas é um dever moral das companhias que captam recursos do público. *Revista Bovespa*, São Paulo, n.88, out./dez. 2003. Disponível em: <[www.bovespa.com.br/InstSites/Revistabovespa/88](http://www.bovespa.com.br/InstSites/Revistabovespa/88)>. Acesso em: 15 abr. 2004.

ZINGALES, L. *Corporate governance*. Dec. 1997. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 25 abr. 2004.

### Policies and practices of corporate governance in the Brazilian stock market

The article aims to analyze relevant dimension of the Brazilian stock market that either facilitate or hinder the implementation of policies and practices of corporate governance. In so doing, four groups of stakeholders are taken into account — the company directors, the portfolio managers, the minority shareholders, the Animec, Apimec, IBGC and Bovespa executives — and four dimensions of corporate governance are evaluated: how the strategic decision system — SDS (General Assembly of Stockholders, Administration Board and other areas); the factors that are likely to limit the spaces and define the scope of influence of the minor stockholders in some of the departments that are part of the SDS; special practices of corporate governance; aspects related to the legislation, disclosure and information transparency. The results of the data collected through interviews and questionnaires administered to the four groups of stakeholders indicate that the companies are in different stages of the process of implementation of the so-called **good** practices of corporate governance. In addition, it is suggested that both the formal apparatus and the strategic behavior of the economic agents are critical to minimizing the informational asymmetry that invariably guides the relationships between different players.

**Uniterms:** corporate governance, minority shareholders, public companies, management strategies, dividends policies.

### Políticas y prácticas de gobierno corporativo en empresas brasileñas de capital abierto

La presente investigación tuvo como objetivo analizar dimensiones importantes del mercado accionario brasileño que favorecen o dificultan la implantación de políticas y prácticas de gobierno corporativo, en la perspectiva de cuatro grupos de *stakeholders*: público corporativo (dirigentes empresariales); gestores de portafolio; accionistas minoritarios y ejecutivos de la Asociación Brasileña de Inversionistas del Mercado de Capitales (Animec), de la Asociación de los Analistas y Profesionales de Inversiones del Mercado de Capitales (Apimec), del Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC) y de la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Para ello, se evaluaron cuatro dimensiones del gobierno corporativo: la actuación del sistema de decisiones estratégicas (SDE), Asamblea General de Accionistas, Consejo de Administración y otras instancias; los factores que delimitan potencialmente los espacios y definen las fronteras de influencia de los accionistas minoritarios en algunas instancias que componen el SDE; las prácticas especiales de gobierno corporativo; los aspectos relativos a legislación, reglamentación y democratización del mercado de capitales. El análisis de las entrevistas y cuestionarios aplicados a los cuatro grupos de *stakeholders* indica que las empresas se encuentran en fases muy diferentes en el proceso de implementación de las llamadas buenas prácticas de gobierno corporativo y que tanto el aparato formal como el activismo de los agentes que componen el mercado son fundamentales para minimizar la asimetría de poder que inexorablemente pauta la relación entre los *players*.

**Palabras clave:** gobierno corporativo, accionistas minoritarios, empresas de capital abierto, estrategia empresarial, política de dividendos.