



Alexandre Di Miceli da Silveira



# GOVERNANÇA CORPORATIVA no Brasil e no Mundo

Teoria e Prática



# CAPÍTULO 1

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

Conceitos apresentados neste capítulo

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

## 1.1 O QUE É GOVERNANÇA CORPORATIVA?

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

Em relação ao conflito de interesses, é possível que as pessoas com poder decisório optem por cursos de ação que maximizam seu bem-estar pessoal ou o bem-estar do acionista que o elegeu, em detrimento do melhor resultado para a companhia. Isso pode acontecer em empresas com alta dispersão acionária, quando os executivos muitas vezes tomam decisões com o objetivo de maximizar os resultados de suas carreiras em detrimento do valor da companhia. Pode ocorrer também em empresas com alta concentração acionária, quando um acionista ou grupo de controle<sup>2</sup> toma decisões com a finalidade de maximizar seu resultado individual, em detrimento dos demais acionistas.

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

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



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

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

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

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

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

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

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

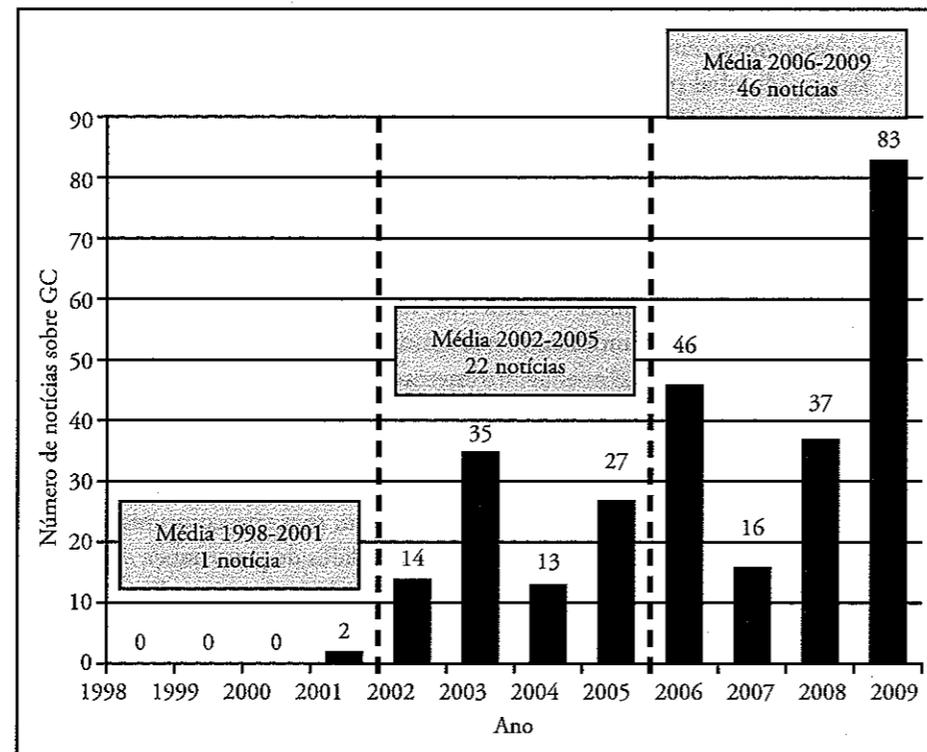
- Crescimento e maior ativismo dos investidores institucionais: os investidores institucionais são constituídos por fundos de pensão, fundos mútuos, companhias de seguro, fundações e fundos *hedge*,<sup>9</sup> reunindo a poupança coletiva de milhares de indivíduos. Tipicamente, tais investidores buscam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

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

- Desregulamentação e integração global dos mercados de capitais: a integração dos mercados de capitais e o crescimento dos mercados acionário durante os anos 1990 propulsionaram as discussões sobre governança corporativa. Nesse período, as empresas passaram a disponibilizar suas ações para negociação em bolsas de outros países por meio da listagem dupla ou *cross-listing*.<sup>16</sup> A listagem dupla contribuiu para a adoção de novas práticas de governança e para a difusão da cultura do mercado de ações fora dos países anglo-saxões.
- Crises nos mercados emergentes no final do século XX (crise asiática em 1997, crise russa em 1998 etc.): a crise asiática em 1997 expôs as deficiências de governança de grupos empresariais de países emergentes e a necessidade de aumento da proteção aos investidores, levando a uma reavaliação do modelo de organização societária das empresas desses países. Na ocasião, diversos organismos multilaterais, como OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), FMI (Fundo Monetário Internacional) e Banco Mundial passaram a enfatizar que, além de uma boa gestão macroeconômica, os países emergentes deveriam ter empresas com boa governança a fim de prevenir crises. Tais órgãos passaram então a colocar as reformas das práticas de governança como uma questão de alta prioridade nos países emergentes.
- Série de escândalos corporativos nos Estados Unidos e Europa: os problemas de fraudes contábeis e financeiras nos Estados Unidos no período de 2001 a 2003 com grandes empresas<sup>17</sup> mostraram que a governança precisava ser aprimorada não apenas nos mercados emergentes, mas também nos mais desenvolvidos.<sup>18</sup> Além disso, a subsequente ocorrência de escândalos na Europa Continental<sup>19</sup> deixou claro que os problemas de governança não haviam ocorrido apenas em função da alegada pressão excessiva do mercado norte-americano por resultados de curto prazo, mas sim como resultado de um fenômeno mais amplo. Os diversos escândalos de governança expuseram também problemas estruturais de diversos agentes do mercado financeiro, tais como auditores, advogados, analistas de mercado e executivos de bancos de investimento. A resposta legislativa norte-americana, traduzida na aprovação da Lei Sarbanes-Oxley em julho de 2002, acarretou impactos nas companhias de grande porte de todo o mundo.
- Crise financeira global de 2008: desequilíbrios financeiros globais entre países, regulação deficiente, taxas de juros excessivamente baixas e produtos financeiros

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

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

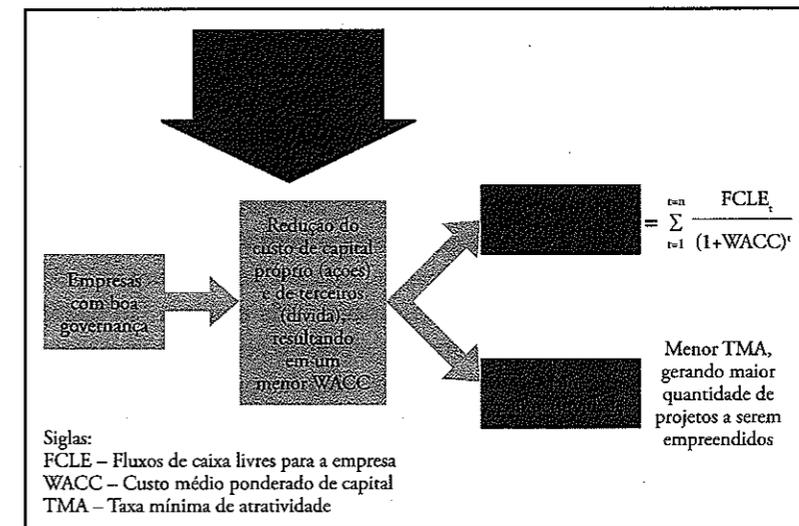


■ Gráfico 1.1 – Evolução das notícias com a expressão “governança corporativa” em mídia especializada no Brasil (revista *Exame*).<sup>21</sup>

### 1.3 BENEFÍCIOS E CUSTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA AS COMPANHIAS

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

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



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

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

- Separação mais clara de papéis entre acionistas, conselheiros e executivos, especialmente em empresas de controle familiar;
- Aprimoramento do processo decisório da alta gestão, com definição mais clara dos responsáveis pelas etapas de iniciação (geração de ideias), aprovação, implementação e monitoramento (avaliação dos resultados *vis-à-vis* às metas, com estabelecimento de recompensas ou punições);<sup>25</sup>
- Aprimoramento dos mecanismos de avaliação de desempenho e recompensa dos executivos, incluindo a estruturação de pacotes de remuneração mais adequados;
- Diminuição da probabilidade de fraudes, em decorrência do melhor gerenciamento dos riscos e do aprimoramento dos controles internos; e
- Maior institucionalização (menor dependência de pessoas específicas) e maior transparência perante os *stakeholders* (partes interessadas<sup>26</sup>) da empresa.

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

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

## 1.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

É amplamente aceito que as práticas de governança podem causar impactos positivos ou negativos sobre as empresas individualmente. Além dos impactos microeconômicos no âmbito empresarial, diversos trabalhos<sup>27</sup> têm evidenciado também os impactos macroeconômicos da governança corporativa, com implicações para o crescimento e desenvolvimento econômico dos países. A conclusão geral desses trabalhos pode ser visualizada na Figura 1.2.

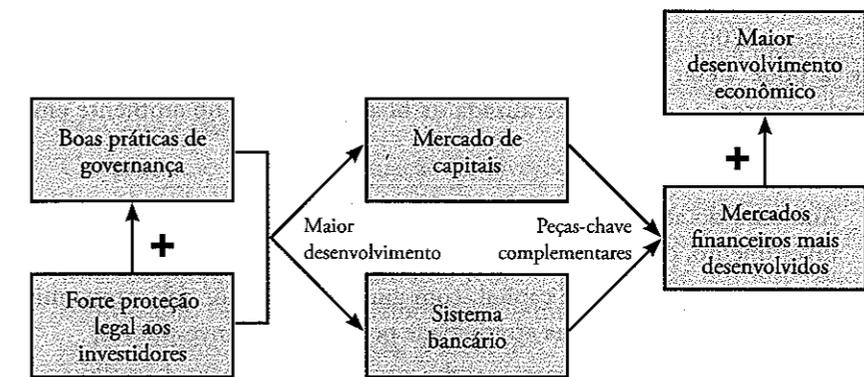


Figura 1.2 – Impactos macroeconômicos da governança corporativa: efeitos sobre o desenvolvimento econômico.

De acordo com a figura, um ambiente com adequada regulação e forte proteção aos investidores<sup>28</sup> poderia induzir as companhias a elevarem seus padrões de governança. Como resultado, os ambientes com empresas bem governadas seriam considerados mais confiáveis pelos agentes poupadores (como investidores do mercado de capitais<sup>29</sup> e instituições financeiras), recebendo maior oferta de recursos locais e internacionais.<sup>30</sup> O resultado seria empresas mais competitivas e mercados financeiros desenvolvidos, propiciando mais investimentos e maior desenvolvimento econômico.<sup>31</sup>

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

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

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

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

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

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

## 1.5 MECANISMOS DE GOVERNANÇA

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



### 1.5.1 Mecanismos internos

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

### 1.5.2 Mecanismos externos

- Proteção legal aos investidores: os mecanismos externos de governança relacionam-se ao ambiente institucional e regulador no qual a empresa está inserida, bem como às diferentes formas de pressão exercidas pelos mercados em que atua. Uma extensa literatura empírica internacional<sup>32</sup> sugere que as situações de conflito de interesses tendem a causar menos danos em ambientes com melhor proteção aos investidores;
- Possibilidade de aquisição hostil e grau de competição no mercado de produtos: o receio dos executivos de perderem seus empregos como con-

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

- Fiscalização dos agentes de mercado: um dos principais benefícios decorrentes de um maior nível de transparência (*disclosure*) da empresa é a possibilidade de um escrutínio externo mais efetivo da gestão. Logo, a maior fiscalização exercida pelos participantes do mercado – tais como analistas de ações, agências classificadoras de risco e de *ratings* de governança corporativa – pode aumentar a pressão para que as decisões gerenciais sejam tomadas visando a maximizar o valor da empresa;
- Estrutura de capital: a própria estrutura de capital ou de financiamento da companhia pode ser entendida como um instrumento de governança, na medida em que pode reduzir o potencial para destruição de valor decorrente do desalinhamento de interesses entre executivos e acionistas<sup>35</sup>. Nesse sentido, o endividamento obrigaria os administradores a distribuírem regularmente fluxos de caixa aos credores (como pagamento dos juros do financiamento) e acionistas, tendo como resultado prático a redução dos recursos corporativos a serem alocados discricionariamente pelos executivos. Além disso, o endividamento poderia exercer um efeito motivacional relevante, já que o aumento do risco de falência da organização (decorrente da maior alavancagem financeira) induziria os executivos a abandonarem políticas benéficas do ponto de vista pessoal, mas ineficientes e destruidoras de valor.<sup>36</sup>

## 1.6 O PROBLEMA DA GOVERNANÇA NO BRASIL E NOS ESTADOS UNIDOS

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

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

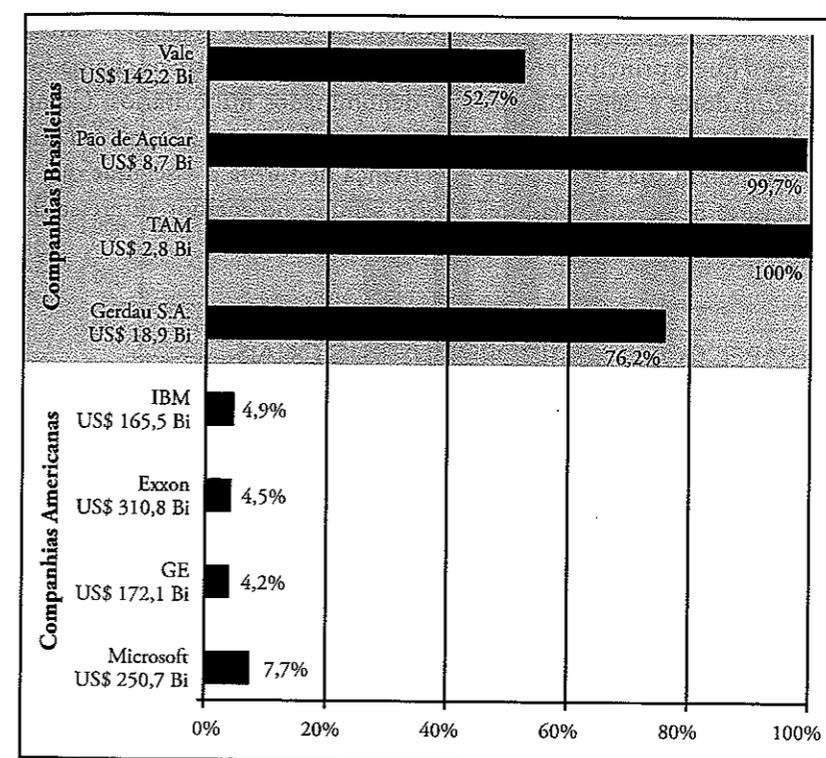


Gráfico 1.2 – Percentual de ações com direito a voto em posse do maior acionista ou do bloco de controle.

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

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

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

### 1.7 O PAPEL DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

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

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

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

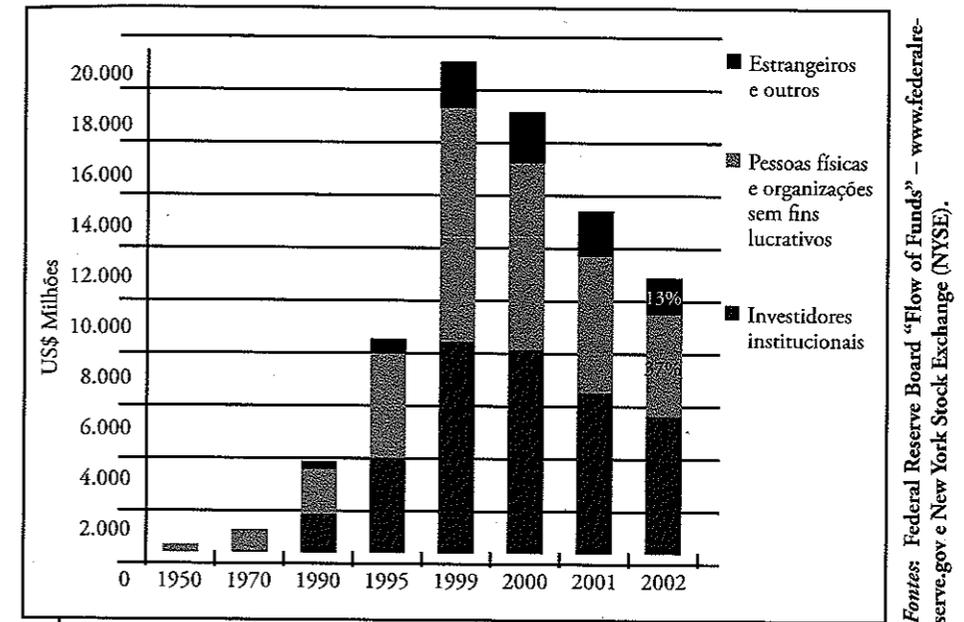


Gráfico 1.3 – Participação dos investidores no mercado acionário norte-americano.

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

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

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

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

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

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

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

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

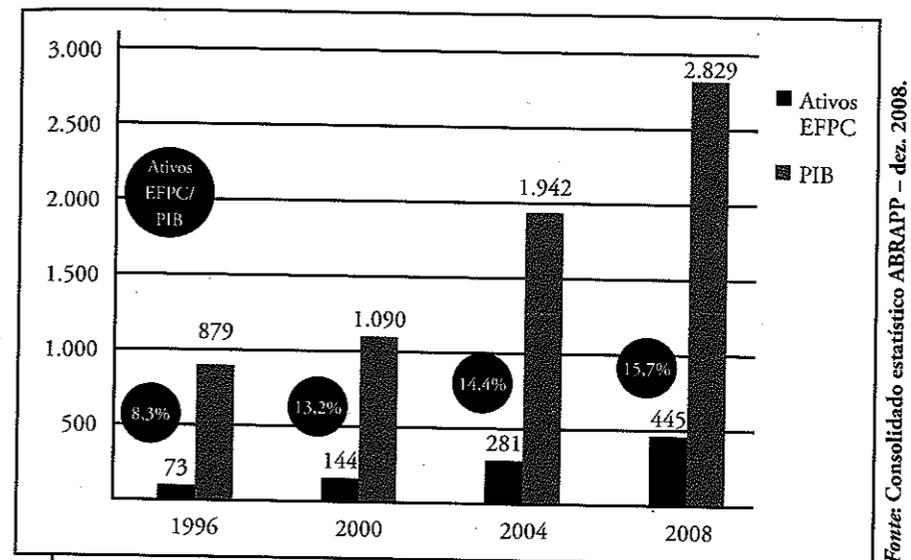


Gráfico 1.4 - Evolução dos ativos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) brasileiras em relação ao PIB do país.

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

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

de curto prazo a expensas do longo prazo das empresas, os trabalhos constatarem no geral um impacto bem mais positivo do que negativo dos fundos *hedge*.<sup>48</sup> Uma das pesquisas mais relevantes foi realizada por Brav et al. (2008). Nele, os pesquisadores analisaram 1.032 tentativas de ativismo por parte de 236 fundos *hedge* em todo o mundo de 2001 a 2006, avaliando os resultados subsequentes das empresas-alvo de ativismo. No geral, os autores encontraram fortes evidências não só de que as ações reagem favoravelmente ao anúncio de tal abordagem (ou "ataque"), mas que as empresas melhoram substancialmente seus resultados operacionais<sup>49</sup> dois anos após uma atuação mais efetiva dos fundos. Em outras palavras, concluem que os fundos *hedge* ajudam na redução de ineficiências, criando valor para todos os acionistas.

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Definições acadêmicas

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

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

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

### Definições de Instituições de Mercado / Organismos Internacionais

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

(Wikipedia. Disponível em: [http://en.wikipedia.org/wiki/Corporate\\_governance](http://en.wikipedia.org/wiki/Corporate_governance).)

#### QUESTÕES PARA REFLEXÃO E DISCUSSÃO:

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

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BARROS, Lucas Ayres B. C.; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. "Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital". *Revista Brasileira de Finanças*, v. 6, pp. 293-334, 2008.
- BAZERMAN, Max H. *Judgment in Managerial Decision Making*. Nova York: John Wiley & Sons, 2002.
- BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. (2002). "Corporate Governance and Control". *ECGI - Finance Working Paper nº 02/2002*. Disponível em: [http://ssrn.com/abstract\\_id=343461](http://ssrn.com/abstract_id=343461).
- BEN-DAVID, Itzhak; HARVEY, Campbell R.; GRAHAM, John R. (2007). "Managerial Overconfidence and Corporate Policies". *AFA 2007 Chicago Meetings Paper*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=890300>.
- BRAV, Alon; JIANG, Wei; PARTNOY, Frank; THOMAS, Randall S. (2008). "The Returns to Hedge Fund Activism". *ECGI - Law Working Paper nº 098/2008*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1111778>.
- BRAV, Alon, JIANG, Wei, KIM, Hyunseob. (2010). "Hedge Fund Activism: A Review. Foundations and Trends in Finance, Forthcoming". Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1551953>.
- BREWSTER, Chris; GOERGEN, Marc; WOOD, Geoffrey (2007). "Corporate Governance Regimes, Investments in Human Capital and Economic Growth". *ECGI - Finance Working Paper nº 188/2007*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1016363>.
- CLAESSENS, Stijn. (2003). *Corporate Governance and Development*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=642721>.
- DAVIS, Stephen; LUKOMNIK, Jon; PITT-WATSON, David. *The New Capitalists: How Citizen Investors Are Reshaping the Corporate Agenda*. 1ª ed. Boston: Harvard Business School Press, 2006.
- FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*, v. 26, pp. 301-327, 1983.



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

<sup>17</sup> Tais como Enron, WorldCom, Tyco, Xerox etc.

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

<sup>19</sup> Em empresas como Parmalat, Royal Ahold, Vivendi etc.

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

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

<sup>21</sup> Os números foram calculados por meio do mecanismo de busca no portal da revista *Exame* ([www.portalexame.com.br](http://www.portalexame.com.br)) utilizando-se a palavra-chave "governança corporativa". Os dados foram coletados em 22/janeiro/2010.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>32</sup> Vide, por exemplo, La Porta *et al* (2000).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>42</sup> Como *bonds* no exterior e debêntures no mercado local.

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

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

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

<sup>46</sup> Mais informações disponíveis no Web site [www.icgn.org](http://www.icgn.org).

<sup>47</sup> Franz Müntefering, então líder do Partido Social Democrata em abril de 2005.

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

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