

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

GOVERNANÇA CORPORATIVA
E AS DECISÕES DE INVESTIMENTO

CLÁUDIO ROTTA

Porto Alegre (RS)

2004

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

GOVERNANÇA CORPORATIVA
E AS DECISÕES DE INVESTIMENTO

CLÁUDIO ROTTA

Orientador: Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado em Economia do Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como quesito parcial para obtenção de grau de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante.

Porto Alegre

2004

R 851

Rotta, Claudio

A Governança Corporativa e as Decisões de
Investimento / Claudio Rotta – Porto
Alegre, 2004.

106 fls

Diss. (Mestrado) UFRGS / FCE / PPGE, Porto
Alegre, 2004.

1 – Governança Corporativa . 2 – Investimentos
3 – Mercado de Capitais. 4 – Títulos

336

AGRADECIMENTO

À minha família e a todos que de forma direta ou indireta participaram dessa jornada.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	6
1 TEORIA DA FIRMA	13
1.1 A visão Econômica da Firma	13
1.2 Administração e Custos dos Contratos.....	17
1.2.1 Informação Assimétrica.....	17
1.2.2 Custo de Agência.....	20
1.2.3 Risco	23
1.3 Governança Corporativa.....	28
1.3.1 Proprietários	30
1.3.2 Administradores	34
1.3.3 Diretores	41
2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO.....	54
2.1 Modelos de Governança Corporativa.....	56
2.1.1 Modelo Americano de Governança Corporativa.....	56
2.1.2 Modelo Japonês de Governança Corporativa.....	60
2.1.3 Modelo Alemão de Governança Corporativa.....	63
2.2 Governança Corporativa nos Países Desenvolvidos	65
2.3 Governança Corporativa nos Países Emergentes	66
2.4 Governança Corporativa e o Mercado de Capitais.....	69
2.4.1 Mercado de Capitais no Mundo	72
2.4.2 Investimentos.....	76
3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	83
3.1 Mercado de Capitais no Brasil	88
3.2 Novo Mercado	93
CONSIDERAÇÕES FINAIS	98
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	102

RESUMO

Esta dissertação examina a importância da Governança Corporativa – práticas que buscam o alinhamento dos interesses das diferentes partes que compõem uma organização – nas decisões de investimento. No Brasil, desde a abertura econômica, no início dos anos noventa, tem-se percebido um tremendo esforço por parte das empresas no sentido de aumentar a qualidade dos seus produtos e processos. Devido à escassez de recursos, estas empresas optaram por abrir o seu capital em busca de novos investimentos, ao que os investidores responderam positivamente, impondo, porém, elevados padrões de Governança Corporativa, de modo a terem os seus interesses atendidos. Adicionalmente, argumentam que a Governança Corporativa é particularmente importante em países que carecem de proteção ao investidor, onde o direito à propriedade não é respeitado e os contratos não são obedecidos adequadamente. Assim, o Mercado de Capitais brasileiro vêm exigindo um maior nível de transparência às empresas e um marco regulatório mais claro de forma a oferecer ao investidor, principalmente o minoritário, a segurança necessária nas suas aplicações financeiras.

ABSTRACT

This dissertation examines the importance of Corporate Governance – practices that aim for the alignment of the interests of the different parts that make up an organization – in relation to investment decisions. In Brazil, since the economic liberalization, in the early nineties, there has been a huge effort on the part of some companies searching for increasing the quality of their products and processes. Due to scarce resources, these companies have chosen to open up their capital looking for investments, to which the investors responded positively. However, they have imposed high standards of Corporate Governance in order to have their interests attended. Also, it has been argued that Corporate Governance is particularly important in countries in which investors are given weak protection, where property rights are not respected, and contracts are not obeyed properly. Therefore, the Brazilian Capital Market has been demanding higher levels of transparency and clearer rules in order to give the investor, mainly the minority, the security needed invest his capital.

INTRODUÇÃO

Governança Corporativa, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBCG, é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e monitoradas. Para o IBGC, ela envolve os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da empresa, além de viabilizar seu acesso ao capital de forma a ganhar ou manter-se no mercado.

Quando uma empresa cresce a ponto de exigir a separação da gestão da propriedade, o dono se vê obrigado a delegar a administração a terceiros, o que provoca uma série de conflitos de interesses entre as partes. A importância da Governança Corporativa reside no fato de ela possibilitar a observação dos pontos de conflitos entre os interesses dos acionistas e dos administradores e como reduzi-los.

A idéia de ter os interesses dos membros da administração alinhados aos dos acionistas e investidores é antiga, mas ganhou força nos últimos anos por conta da péssima atuação de alguns administradores e do custo crescente do capital. As revelações sobre a adulteração dos relatórios contábeis com a finalidade de mostrar superávits fictícios colocaram o mercado em um ambiente de grande instabilidade. Para piorar, a perda da confiança nas auditorias externas agravou o clima de perturbação e insegurança.

Para Carvalho (2002), Governança Corporativa envolve mecanismos através dos quais os fornecedores de capital se asseguram de que receberão retorno adequado sobre seus investimentos. Segundo o autor, as boas regras de governança dependem dos investidores e instrumentos financeiros considerados. Ou seja, “*dependem das características da empresa, da natureza do contrato financeiro por meio do qual o aporte de capital é feito, dos objetivos da entidade financiadora etc.*”. Como a Governança Corporativa envolve práticas que buscam oferecer o máximo de transparência sobre as decisões relevantes tomadas no interior da empresa de forma a garantir que os interesses dos acionistas sejam observados ao máximo, ela tem sido muito lembrada para fazer frente a essa crise de credibilidade que atingiu o mercado.

A importância do investidor cresce na medida em que crescem as dificuldades da empresa em cobrir os custos de determinado empreendimento. A falta de recursos financeiros obriga-a a abrir o seu capital e as condições de captação são determinantes para o êxito da

manutenção e ampliação de tal empreendimento. O investidor tem exigido um nível de transparência cada vez maior nas transações e nas operações internas da empresa além de uma maior precisão, clareza e objetividade na divulgação das informações.

Como muitas relações que ocorrem dentro de uma empresa não têm apresentado a transparência desejada, o investidor tem tido muita cautela em onde, quando e o quanto investir, razão pela qual um dos critérios utilizados por ele na hora de decidir como aplicar seus recursos é saber se determinada empresa adota boas práticas de Governança Corporativa. Tais práticas têm recuperado a confiança de um investidor que não tem como acompanhar as operações internas de todas as empresas que compõem o seu portfólio, muito embora participe dos seus lucros.

Por outro lado, com a queda de muitas barreiras comerciais e o avanço tecnológico, o consumidor passou a ter uma maior variedade de bens a sua disposição o que o tornou mais exigente quanto à qualidade e ao preço de determinado produto. Se, há duas décadas, o consumidor se ajustava e se contentava com o que o mercado oferecia, nos últimos anos o que se tem visto é uma inversão nesse quadro. Atualmente, a produção tem que se adaptar à vontade do consumidor, razão pela qual muitas empresas têm se reestruturado e vêm criando programas que buscam aprimorar os processos internos e a divulgação dos seus produtos.

As razões que transformaram o mercado consumidor foram determinantes para que mudanças profundas fossem verificadas também no mercado investidor. O crescimento das oportunidades de investimento e dos riscos a eles associados, somados ao temor que os escândalos corporativos causaram, têm tornado os investidores mais seletivos nas suas aplicações. Rigorosos critérios direcionam o seu capital para empresas que ofereçam transparência nas suas decisões internas e nos seus relatórios contábeis.

A partir da década de noventa, as iniciativas por melhoras na Governança Corporativa têm tido velocidade que variam de país para país. Ajudou para que o mundo inteiro se preocupasse com a Governança Corporativa a publicação – por parte da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)¹ – dos princípios

¹ OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (*OECD – Organization for Economical Cooperation and Development*). Em 1999, os ministros dos 29 países que fazem parte da Organização votaram unanimemente pela aprovação dos “Princípios de Governança Corporativa da OCDE”. Os princípios foram bem aceitos pela comunidade internacional, pelo FMI, pelo Banco Mundial, pela ONU, e outras entidades internacionais (Monks e Minow, 2001, p. 253).

para a boa Governança Corporativa e com o trabalho da própria OCDE em parceria com o Banco Mundial em disseminá-los².

O objetivo geral da presente dissertação é fazer uma revisão de literatura sobre a Governança Corporativa procurando mostrar como ela auxilia as decisões de investimento, pois uma maior transparência das atividades internas da empresa possibilita a percepção mais precisa do que nela ocorre. A precisão do que é observado facilita uma cobrança mais acirrada das ações dos membros da administração, dos auditores e do conselho de diretores, para melhor proteger o investidor, cujo interesse nas estruturas de tomada de decisões da empresa e seus efeitos é crescente.

Esta dissertação enfatizará os conflitos existentes entre acionistas, administradores e o conselho de diretores, muito embora o termo Governança Corporativa abranja também as relações com os outros *stakeholders*³. Ao seu final, perceber-se-á as vantagens que as empresas vêm tendo ao adotar boas práticas de Governança Corporativa.

Especificamente, serão vistos os conflitos de interesses que surgem ao se separar a gestão da propriedade. Ou seja, a abordagem da dissertação enfatizará os conflitos entre quem detém o controle da empresa e quem a administra e os meios utilizados para reduzi-los. Nesse sentido, o capítulo 1 levantará aspectos importantes que sustentam a teoria econômica da firma: informação assimétrica, problemas de agência e a diferente percepção ao risco. Mesmo sabendo da existência de diversas partes que compõem o nexo de contratos, o trabalho focalizará os problemas de alinhamento de interesses entre aqueles que são considerados como os principais componentes do processo corporativo: acionistas, administradores e diretores. No estudo da Governança Corporativa, a literatura sobre o problema de agência é constantemente lembrada porque levanta a questão do auto-interesse das partes que constituem o nexo de contratos e que levam a resultados subótimos.

Como as empresas precisam de recursos para modernizar seus processos e investir em novos empreendimentos, estes podem ser obtidos a um custo inferior se o investidor for suficientemente atraído pelos padrões de Governança adotados. Concluir-se-á a partir daí, que

² O Manual contendo Boas Práticas de Governança Corporativa da OCDE. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: out.-2003.

³ Os *stakeholders* envolvem as partes com as quais a firma se relaciona: acionistas controladores e minoritários, investidores institucionais (fundos de pensão), bancos, Governo, empregados, fornecedores, clientes, consumidores.

em empresas de capital aberto, as boas práticas de Governança Corporativa valorizam as suas ações o que também contribui para criar valor para a firma.

O capítulo 2 enfatizará a importância da Governança Corporativa em um Mercado de Capitais globalizado. Serão abordados três modelos de Governança Corporativa: o americano, o japonês e o alemão. As questões culturais e a trajetória de desenvolvimento percorrida por diferentes países criaram particularidades na forma como as empresas têm sido administradas e controladas.

No mundo, o conselho de diretores se constitui em um importante mecanismo interno para solucionar os conflitos de interesses entre os acionistas e a alta administração, razão pela qual ele é exigido em todas as empresas de capital aberto. No entanto, ainda que se mostre a importância da independência, da composição e do tamanho do conselho de diretores para o cumprimento dos seus objetivos – atender os interesses dos acionistas – o presente trabalho não trará nenhuma conclusão sobre a importância da independência do conselho para o desempenho da empresa.

Será visto como a proteção oferecida ao investidor e a concentração acionária afetam a Governança Corporativa, através da criação de instituições que fiscalizem e punam as ações de maus gestores, e os aspectos legais dos diferentes sistemas jurídicos no mundo. No que diz respeito ao direito de propriedade, a diversidade de modelos de Governança Corporativa se deve, principalmente, ao grau de importância que se dá à propriedade e aos direitos sobre ela. Da parte do investidor, ele é atraído por um ambiente de respeito à propriedade – em países cujos mercados adotam práticas de Governança Corporativa que protejam os acionistas.

O capítulo 3 abordará o estágio atual da Governança Corporativa no Brasil e o impacto da adoção de suas práticas na captação de recursos por parte das empresas brasileiras de capital aberto. O Brasil vivenciou – na primeira metade da década de noventa – uma série de transformações devido à diminuição das taxas de importação, as privatizações, e ao plano de estabilização (Plano Real). Essas mudanças mudaram o perfil do setor industrial privado brasileiro e denunciaram o despreparo e a defasagem tecnológica de grande parte deste, acostumado a um mercado doméstico pouco competitivo. Para recuperar, manter e conquistar novos mercados, as empresas se viram forçadas a implementar modificações estruturais e culturais direcionadas tanto para o mercado consumidor quanto para o investidor.

Diferentemente dos Estados Unidos, o conflito de interesses mais evidente nas empresas de capital aberto brasileiras é entre os acionistas majoritários e os minoritários, conflito esse que inibe a entrada de pequenos investidores no mercado. Assim, no sentido de estimular os investidores a aplicarem nas empresas de capital aberto e desenvolver o Mercado de Capitais no Brasil, o Congresso Nacional aprovou em 2001 a Lei 10.303 que reformou a Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas). Dentre vários pontos que a reforma procurou abordar, cita-se o aumento dos direitos dos acionistas minoritários.

A Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa), por sua vez, criou o *Novo Mercado* que possui regras diferenciadas e mais rigorosas se comparadas com as da própria Bovespa. As normas foram criadas para proteger os investidores e facilitar a captação de recursos. Elas não são impostas às empresas listadas em Bolsa, mas no momento em que adere ao *Novo Mercado* a empresa se compromete a seguir as exigências ali contidas. A análise indica que no Brasil as boas práticas de Governança Corporativa são importantes devido à fraca proteção ao investidor minoritário e às regras pouco claras quanto aos direitos de propriedade.

Com base na análise elaborada, se perceberá que as decisões de investimento serão tanto mais seguras quanto mais transparentes forem as operações internas e quanto maior for a participação dos investidores nas resoluções da empresa, o que é possível através da utilização de boas práticas de Governança Corporativa.

1 TEORIA DA FIRMA

Este Capítulo discutirá a teoria da firma de forma a explicar o impacto da Governança Corporativa na eficiência econômica. A seção 1.1 abordará a importância dos contratos para a estrutura da firma ao passo que a seção 1.2 discutirá como a informação assimétrica, os custos de agência e o risco influem na alocação dos recursos da firma. Em um ambiente de informação assimétrica, onde o monitoramento dos contratos é difícil, o acionista se vale de mecanismos que lhe assegure que o administrador está maximizando o valor da empresa e o nível de proteção ao investidor. A seção 1.3 tratará os conflitos de interesses entre a administração e os acionistas, e como o conselho de diretores pode resolver tais conflitos. Por fim, na seção 1.4, o presente capítulo abordará o código de boas práticas de Governança Corporativa da OCDE, que busca auxiliar os países – membros ou não da organização – a incrementarem os seus Mercados de Capitais e a atraírem novos investimentos.

Segundo Monks e Minow (2001), Governança diz respeito ao alinhamento das informações, dos incentivos e da capacidade de agir e o seu desafio é apurar as responsabilidades das partes que compõem a firma. Isso oferece uma redução do custo de capital necessário para a condução de novos projetos. Williamson (Oliver, 1996), por sua vez, resume a governança como a identificação, a explicação e a redução de todas as formas de problemas contratuais.

1.1 A Visão Econômica da Firma

A firma é definida por Milgrom e Roberts (1990) como um grupo de pessoas que se reúnem para buscar um objetivo econômico comum – a maximização dos lucros. A Corporação, por sua vez, está associada a um conceito mais amplo: ela é composta por várias empresas do mesmo ramo¹. Por apresentarem objetivos comuns, o presente trabalho não fará qualquer distinção entre firma e corporação.

Monks e Minow (2001) definem corporação como um mecanismo estabelecido que permite às diferentes partes que constituem o nexo de contratos a contribuírem com o seu capital, competência e trabalho, visando maximizar suas respectivas utilidades. O investidor

¹ Um exemplo de corporação é a General Motors Corporation (GM), composta pelas empresas: Oldsmobile, Pontiac, Chevrolet, Buick, Cadillac, GMC.

participa dos lucros da corporação sem se responsabilizar pelas operações dela enquanto que a administração gere a companhia sem ter a necessidade de prover fundos. Isto só é possível se, ao atender os seus interesses, a responsabilidade e envolvimento do proprietário (acionista) se limitarem a eleger diretores para o seu conselho. Este mecanismo permite que algumas partes contribuam com capital e outras com conhecimento especializado e trabalho, para o máximo benefício do todo. Ao tratar a organização corporativa, Brickley et al. (2001) a caracterizam por meio de três abordagens:

- Alocação dos direitos de decisão dentro da firma²;
- Políticas de incentivos direcionadas aos empregados e
- Correta avaliação de performance.

Segundo os autores, as três abordagens são igualmente importantes e o desbalanceamento entre elas pode impedir que a produção se sustente³. Como as partes do nexo de contratos que constituem a firma procuram maximizar a sua própria utilidade, é freqüente o desalinho dos objetivos entre os diversos contratos aos quais ela faz parte (Brickley et al. 2001). A importância da Governança Corporativa reside no fato de ela oferecer instrumentos que possibilitam um maior controle e monitoramento por parte dos proprietários que minimizam esse desalinho⁴.

Jensen e Meckling (1976) definem a firma como “um ponto focal de um nexo de contratos⁵, feitos no sentido de compatibilizar os interesses entre as partes”. O termo ponto focal está a nos dizer que a firma é sempre uma das partes dos vários contratos que ela faz com os empregados, clientes, fornecedores, acionistas, bancos, consumidores etc. Na visão dos autores, a firma é uma ficção legal e os contratos servem para que os objetivos conflitantes entre ela e as respectivas partes sejam levados a um equilíbrio.

² Tais decisões dizem respeito, por exemplo, ao nível de descentralização pela qual a empresa deve ser submetida.

³ Brickley et al. (2001) propuseram estes aspectos como elementos da arquitetura organizacional da empresa. Quando estruturada inadequadamente, a organização pode ter queda nos lucros.

⁴ Pessoas com diferentes papéis dentro da firma possuem interesses distintos. Comete-se erro em não perceber que são precisamente essas diferenças que tornam a organização da firma peculiar (Salin, 2002). É a estrutura capitalista voluntária que permite que todos esses interesses se tornem compatíveis uns com os outros.

⁵ Segundo Pascal Salin (2002), fatos e experiência provaram que, porque melhor organiza o processo produtivo e melhor distribui o risco, a firma se mostra como o mais eficiente nexo de contratos. Muitos governos, através dos seus corpos de leis, procuram influenciar as ações das corporações em algum nível, muito embora o mercado seja o indicador supremo do desempenho das empresas. É por compreenderem a natureza humana e entenderem o homem como um ser social que os economistas clássicos são incentivadores de qualquer associação voluntária.

Quanto à alocação dos recursos na organização, Coase⁶ (1937) nos diz que dentro dela nós encontramos uma estrutura onde o importante é a hierarquia. Por outro lado, quando a firma interage com o ambiente externo, quem rege as transações é o mecanismo de preços⁷. Em outras palavras, dentro da firma a alocação dos recursos não depende do mecanismo de preços, mas da coordenação. Nesse sentido, Bainbridge (2002) afirma que, quando o custo de barganha for maior do que o custo associado à coordenação, será mais compensatório organizar a atividade econômica no interior da firma do que se valer do mercado.

Por ser, segundo Jensen e Meckling (1976), um ponto focal de contrato, a firma é também um sistema cujas ações verificadas no seu interior são mais eficientes na medida em que os custos de barganha são maiores do que os custos associados ao comando e controle. O objetivo de cada parte que compõe o nexo de contratos é maximizar sua utilidade. Não é raro encontrar donos de empresas que ajam de forma a adquirir prestígio, satisfação, influência, mesmo que não lhe tragam qualquer resultado financeiro. De outra parte, os assalariados podem buscar maiores compensações financeiras da mesma forma que podem optar por outros benefícios, como um melhor ambiente de trabalho⁸.

Os contratos que compõem a empresa determinarão como ela será organizada, e a complexidade da sua estrutura se deve ao fato da necessidade dela não se prender somente a um produto ou um processo em particular. O aspecto relevante das normas e contratos é que eles devem ter um caráter pessoal, ou seja, não devem levar em consideração quem as executa, ou a quem elas são direcionadas⁹.

No que diz respeito ao nexo de contratos, Zingales (1997) define Governança Corporativa como uma série de restrições complexas que modelam as relações pós-contratuais. As partes são monitoradas no sentido de alinhar seus interesses ao mesmo tempo

⁶ A firma, sob o ponto de vista neoclássico, é definida como uma função da produção sem levar em conta a sua organização. No entanto, ao abordar a firma quanto aos seus custos de transação, Coase (1937) nos diz que a organização passa a ser relevante, podendo ser definida como uma estrutura de governança.

⁷ Os preços sinalizam informação. Segundo Coase, eles servem como meio de coordenação social. Se o preço sobe, ele sinaliza para uma maior produção; se o preço cai, ele sinaliza para uma queda de produção e assim por diante (uma idéia de escassez relativa). O preço também tem impacto sobre o consumidor pois ele serve para compatibilizar os preço estipulado pelo produtor em cima da produção e o preço que o consumidor está disposto a pagar.

⁸ Seguindo as idéias de Bastiat e Mises, cada objetivo exposto no contrato é um maximizador da utilidade da parte que o compõe, utilidade essa que pode ou não ser compatível com a maximização dos lucros da firma (Salin, 2002).

⁹ As normas e contratos determinam, por exemplo, qual a política de atendimento ao cliente, de entrega de produto ou serviço etc.

em que procuram melhorar o desempenho da corporação. O principal objetivo de um bom sistema de Governança Corporativa é a maximização do valor dos acionistas.

Os objetivos não são traçados pela firma, mas pelas partes que a compõem, através de umnexo de contratos. Brickley et al. (2001) lembram que a arquitetura organizacional é uma estrutura planejada criada por executivos através de contratos implícitos ou explícitos. Em tal estrutura são alocados os direitos de decisão, os incentivos e o sistema de avaliação. A firma se estabelece seguindo a concordância geral aos respectivos contratos, onde trabalhadores se dispõem a vender seus serviços ao proprietário que, por sua vez, se compromete a pagar seus salários, além de vender para o mercado o que é produzido. Como, em caso de fracasso quem arca com os prejuízos é o dono da empresa, é de se supor que os contratos devam oferecer-lhe algum nível de proteção adicional. Ou seja, o contrato protege todas as partes envolvidas, exceção feita ao proprietário, que aceita o pagamento residual, razão pela qual lhe é assegurado o controle da empresa e algum nível de proteção. Salin (2002) argumenta que, em qualquer contrato, há a necessidade de uma parte ter a certeza de que as demais cumprirão as suas obrigações integralmente. No entanto, nem todas as partes têm a mesma facilidade de perceberem esse cumprimento. Por exemplo, ao vender seus serviços para o administrador, os empregados têm a fácil tarefa de certificarem-se de que serão pagos. O administrador, por sua vez, tem uma tarefa mais difícil, que é monitorar o desempenho do empregado.

A formalização dos contratos deve ser feita por escrito, pormenorizando, de forma transparente, as suas características principais (direitos, responsabilidades, qualidade, preços, encargos, prazos, indicativos de comutatividade etc.). Os cuidados tomados para que eles sejam respeitados pelas partes são tão importantes quanto à transparência dos mesmos, pois só dessa forma o investidor poderá verificar os atos de gestão da empresa. Mas essa transparência deve comportar um equilíbrio para que fatos relevantes não sejam inapropriadamente divulgados (Ventura, 2002).

A ausência de coerção entre as partes e os direitos de propriedade bem definidos são fatores que contribuem para a redução dos custos de transação. Segundo Coase (1937), pelo fato de a firma não ter um sistema que leve o administrador a agir de acordo com os objetivos dela de forma espontânea, observa-se a existências de custos pré-contratuais e pós-contratuais. O primeiro ocorre por força dos custos de seleção enquanto que o segundo por conta dos

custos de monitoramento. Como vimos antes, na firma a hierarquia é relevante ao passo que o sistema de preços, não.

1.2 Administração e Custos dos Contratos

Jensen e Meckling (1976) demonstram que, quando o administrador deixa de possuir 100% das ações, a empresa passa a apresentar conflitos de interesses entre quem a administra e quem detém a sua propriedade. Ou seja, ao se separar a gestão da propriedade, a empresa apresentará problemas que independem das suas estruturas, mas dependem do monitoramento e do sistema de incentivos por ela adotados.

Os programas de Governança Corporativa serão eficientes na medida em que atendam aos interesses do proprietário e dos acionistas. Os instrumentos para tornar esses programas eficientes dependerão de como a administração se relaciona com as demais partes do nexo de contratos levando em conta a informação assimétrica e os problemas de agência.

1.2.1 Informação Assimétrica

Segundo Brickley et al. (2001), as pessoas agem de acordo com seus interesses, e a informação é assimétrica. Por exemplo, o vendedor tem mais informações sobre as condições de um bem que ele está colocando à venda do que o indivíduo que está disposto a comprá-lo. No caso das corporações, os administradores estão melhores informados sobre o seu próprio desempenho e situação do que os investidores e essa assimetria de informação deve ser considerada ao adotar os sistemas de monitoramento e compensação.

Por serem diferentes, os indivíduos são atraídos por diferentes tipos de informação e a capacidade de interpretá-las adequadamente também é variada. Isso, aliado ao fato de que informação relevante é uma questão subjetiva, torna o controle sobre o fluxo de informação dentro da firma praticamente impossível.

Segundo Blumen (2004), quando as informações dizem respeito aos investimentos, as diferentes percepções provocam uma grande variação de preço que cada investidor estará disposto a pagar pelo título, razão pela qual é difícil prever com exatidão os preços desses títulos colocados no mercado. Dependendo do tipo de informação relevante dentro da

empresa, quanto mais descentralizada ela for, melhor. Por isso, os investidores são estimulados a pesquisar quais empresas respondem melhor à demanda do consumidor e quais possuem políticas de redução de custos.

Bebchuk (2002) mostra que, ao tornar-se aberta, a firma deverá considerar a assimetria de informação ao escolher determinado programa de Governança Corporativa. Mais do que isso, o autor faz ver que, ao abrir o capital da sua empresa, o proprietário possui mais informação a respeito do valor dos seus ativos do que o investidor, o que influenciará os arranjos de Governança Corporativa a serem adotados.

Quando se diz que alguém está disposto a investir em determinada empresa, na verdade, o que se está afirmando é a percepção que se tem sobre ela. Nesse sentido, Blumen (2004) afirma que o exame de uma ação feito pelo investidor depende de como ele interpreta as informações recebidas sobre a empresa e de como ele avalia as variáveis que influem no seu preço.

A assimetria de informação leva a empresa a adotar programas comprovadamente ineficientes de Governança Corporativa, tanto por parte dos investidores quanto por aqueles que a estão abrindo. Se, de um lado temos o investidor disposto a pagar um preço pelos ativos que corresponda ao nível de proteção a ele prometido, do outro temos o proprietário que, ao estipular o preço dos ativos, o faz internalizando os custos e os efeitos adversos dessa proteção.

Ao analisar-se a relação do conselho com a administração percebe-se que fluxo de informação é importante na medida em que, conforme afirmam Monks e Minow (2001), os diretores não têm conhecimento sobre as operações da companhia tanto quanto os administradores, o que os torna extremamente dependentes das informações fornecidas pelos gestores da empresa.

Em todas as relações contratuais – as quais Jensen e Meckling (1976) referem – há problemas de informação assimétrica, que aumentam na razão direta do nível de coerção de uma parte sobre a outra. Ou seja, a coerção funciona no sentido inverso do nível de informação disponível entre as partes. Nas negociações voluntárias observa-se um nível de

assimetria de informação menor do que o encontrado em transações não voluntárias, razão pela qual as negociações voluntárias são importantes fontes de criação de valor da empresa¹⁰.

Como não acreditam na capacidade de auto-regulamentação do mercado, os Governos têm procurado impor regras extremamente fortes e nocivas que provocam, no longo prazo, muito mais danos do que os benefícios para os quais elas foram criadas. Para Mackenzie (2003), mais essencial do que insinuar a necessidade de uma intervenção governamental, a assimetria de informação torna a livre operação dos mercados ainda mais importante. Com declaração de lucros e prejuízos servindo como guia, empreendedores determinarão os métodos menos custosos ao lidar com problemas de informação.

A informação é um fator determinante para reduzir o oportunismo pós-contratual, pois, quanto mais conhecimento uma parte tiver sobre a outra, menor será o seu custo para monitorá-la. Contratos apresentam custos de transação¹¹ e a sua limitada capacidade em resolver conflitos de interesses deve-se ao elevado custo da informação.

Como exemplo de problemas decorrentes de pré-contratos, cita-se a seleção adversa¹², enquanto que nos problemas decorrentes nos pós-contratos, observa-se o Perigo Moral¹³ (*Moral Hazard*) (Brickley et al. 2001). Dependendo do momento da contratação, da ação do agente e das influencias aleatórias da natureza, é possível distinguir o Perigo Moral bem como a Seleção Adversa.

Para Berndt (2000), os problemas decorrentes da Seleção Adversa e do Perigo Moral implicarão em diferentes tipos de contratos que, por sua vez, estabelecerão os custos e benefícios das escolhas feitas. A informação assimétrica impede resolução sem custos destes

¹⁰ Como no mercado as negociações são feitas de forma voluntária e não coercitiva, é razoável pensar que as trocas conduzidas pelo mercado seguirão uma eficiência de Pareto, ao passo que a coerção leva a resultados subótimos. Isso ocorre, em última análise, porque nas negociações voluntárias as informações importantes estão disponíveis (Brickley et al., 2001).

¹¹ Custos de Transação são os custos de negociação e execução de um contrato, necessários para que uma negociação seja efetuada. Para Williamson (1996), quando se aborda a empresa segundo os seus custos de transação, obriga-se a diferenciar a forma de captação de capital, em termos dos atributos da sua estrutura de governança. Ou seja, as características dos investimentos importam, ao contrário do que pretende o Modelo de Modigliani-Miller. Williamson revela a importância da especificidade do ativo para o custo do endividamento. Isto ocorre porque alguns projetos são fáceis de financiar através do endividamento, caso de projetos que utilizam ativos de especificidade baixa ou moderada. Na medida em que a especificidade do ativo aumenta, o custo do endividamento aumenta e os benefícios de uma supervisão detalhada também aumentam.

¹² Seleção adversa é a disposição de uma das partes em retirar a melhor fatia antes que o negócio se concretize. Ela pode ser eliminada se os indivíduos candidatos revelarem suas verdadeiras qualidades.

¹³ Perigo Moral é a disposição que as partes têm de mudar o seu comportamento depois de assinado o contrato. Ou seja, é a possibilidade de a pessoa não se engajar devidamente naquilo que se propôs sob contrato, seja nas ações ou em esforço. Elimina-se o Perigo Moral se o comportamento pós-contratual é conhecido a um custo baixo.

problemas contratuais, pois é fonte de problemas tanto antes da assinatura do contrato quanto depois de firmá-lo. Ela ainda eleva os custos pré-contratuais, na medida em que provoca dois grandes problemas: falência na barganha e Seleção Adversa. Já no que tange aos custos pós-contratuais, Brickley et al. (2001) demonstram que eles dizem respeito aos custos de evitar o Perigo Moral, valendo-se do monitoramento de informações que revela a uma parte dados sobre o esforço da outra. Quanto mais conhecimento uma parte tiver sobre a outra menor será o seu custo de monitoramento e menores serão os custos de transação.

Laffont e Martimort (2002) demonstram que a assimetria de informação impede que os ganhos da firma sejam maximizados, tanto nas relações pré-contratuais como nas pós-contratuais. Os autores demonstram que os incentivos têm um papel importante em organizações cujos conhecimentos relevantes se encontram dispersos, e em organizações cujos interesses sejam conflitantes. A sua importância aumenta na medida em que cresce a falta de informação perfeita a respeito das ações de uma parte sobre a outra.

Brickley et al. (2001) afirmam que, ao se negociar um contrato, sempre uma das partes terá mais informação do que a outra, provocando dificuldades nas negociações dos contratos e nas suas execuções. Não é fácil identificar qual o melhor arranjo a ser implementado: um pode levar ao aumento dos custos de monitoramento, enquanto que o outro pode necessitar maior investimento inicial no empreendimento. O certo é que o proprietário, na tentativa de maximizar seus lucros, sempre buscará métodos de mais baixo custo.

Segundo Weinberg (2003), as ferramentas de Governança Corporativa podem limitar os efeitos dos incentivos, que independem do tipo de empresa. Mas elas não podem eliminá-los. Em última análise, há situações em que os acionistas e investidores devem confiar na atuação dos administradores, até porque a administração tem muito interesse em conquistar e preservar a confiança dos investidores. Os administradores da empresa agem segundo o seu desejo ou necessidade de atrair recursos no mercado financeiro.

1.2.2 Custo de Agência

O problema de agência e os custos para dirimi-los são questões centrais da Governança Corporativa. Weinberg (2003) define o problema de agência como aquele em que uma parte, o principal, não tem controle das ações da outra, o agente. Esta falta de controle resulta da assimetria de informação relevante sobre o esforço empregado e os resultados

obtidos a partir dele. Impossibilitado que está em monitorar todas as operações e hábitos dos seus empregados, o principal se vale de salários baseados no desempenho e outros tipos de incentivos para induzi-los ao esforço.

Ao abordar a Governança Corporativa como um problema de agência, o presente trabalho identificará a alta administração da empresa como agente e, os acionistas e investidores, como principal. Os acionistas recebem informação incompleta sobre a rotina da empresa e sobre as oportunidades a ela disponíveis. O controle que eles exercem sobre a administração é indireto, sempre partindo do princípio de que o administrador age no sentido de maximizar a sua própria utilidade. Nesse sentido, as práticas de Governança Corporativa consistem em criar ferramentas que auxiliem no monitoramento sobre a administração de modo a alinhar os seus interesses com os dos acionistas¹⁴.

Os diretores são os instrumentos que os acionistas utilizam para monitorar as ações dos administradores. Sempre haverá custos de agência em qualquer estrutura corporativa onde se ofereça a propriedade a uma parte e a responsabilidade administrativa a outra (Monks e Minow, 2001). A separação da gestão da propriedade produz custos de agência decorrentes da distribuição assimétrica de informação entre o agente e o principal. A Governança Corporativa possibilita que muitos desses custos estejam dispostos aos investidores potenciais, que se propõem a investir na firma depois de avaliá-los.

Como os indivíduos são maximizadores da sua própria utilidade, tudo indica que o conjunto dos interesses das partes que compõem a firma não esteja automaticamente alinhado. Segundo Brickley et al. (2001), na firma, esse desalinhamento é encontrado principalmente entre os proprietários e a administração, constituindo-se no conflito de interesses e incentivos mais importante.

¹⁴ Para entender melhor como o interesse do acionista deve prevalecer, Bainbridge (2002) distingue dois modelos de gestão que competem entre si e que explicam os custos de agência envolvendo os proprietários e a administração. Um destaca a primazia do acionista enquanto que outro enfatiza a do administrador. O primeiro modelo refere-se aos acionistas como os verdadeiros proprietários da empresa, e os gestores como meros cumpridores dos interesses dos acionistas. Tal modelo diz que a separação do controle da gestão não justifica uma intervenção estatal na Governança Corporativa a ser empregada. O segundo modelo, por sua vez, oferece uma visão burocrática da corporação dominada por administradores profissionais, que acabam por se transformar em personagens autônomos livres para perseguir quaisquer interesses que lhes convenham. A separação da gestão do controle, ao contrário do que ocorre no modelo anterior, justifica práticas de Governança Corporativa regulatórias para atingir metas não relacionadas com a lucratividade da empresa. Seja qual for o modelo de gestão implementado pela firma, sempre haverá algum nível de desalinhamento de interesses entre as diversas partes que constituem o nexo de contratos. No entanto, nota-se que o primeiro modelo é mais eficiente na apuração dos erros e na busca de soluções.

O proprietário entra com os ativos ao mesmo tempo em que delega a gestão a administradores profissionais. Quando a firma é administrada por alguém que não o proprietário, sempre ocorrerão problemas de agência¹⁵ na sua estrutura, de forma que o proprietário corre sérios riscos de perder o controle da empresa. Para John e Senbet (1998), os problemas de agência podem provocar ineficiência e destruição de riqueza em uma economia trazendo um perigo potencial bastante grande aos proprietários. Os meios para os ganhos de eficiência podem ser obtidos através do aperfeiçoamento gerencial e do custo reduzido do capital de terceiros resultantes de mecanismos de controle apropriados, que devem ser construídos dentro de um sistema de Governança Corporativa.

Para Procianny e Comerlato (1995), em relação ao custo de agência associado às corporações, além daquele encontrado entre os acionistas e a administração, observa-se também o conflito existente entre os acionistas controladores e os minoritários. Para os autores, tal fato acontece sempre que os acionistas controladores transferem receitas, despesas e/ou investimentos entre as empresas do grupo. Tais transações influenciam e modificam o valor dos lucros em relatórios publicados em cada uma das empresas do grupo. A transferência de recursos é difícil de ser detectada e provada diretamente. Há duas maneiras de os acionistas minoritários detectarem a transferência de riqueza: através da obtenção de informações privadas, quando os acionistas minoritários tomam conhecimento de como o lucro está sendo obtido e através do real desempenho da empresa. O conflito de interesse entre os acionistas majoritários e minoritários gera custos de agência caracterizados por duas formas: pelo desconhecimento que os acionistas minoritários têm a respeito do processo de transferência de riqueza que ocorre entre as empresas do grupo; e pelos custos arcados pelos acionistas controladores em função da desvalorização do preço das empresas envolvidas nas transações, uma vez detectadas tais transferências.

Para Core et al. (2003), os contratos existem para proteger as transações e minimizar os custos de agência¹⁶. Eles são eficientes na medida em que o valor econômico esperado para os acionistas é maximizado depois de descontados os custos dessas transações. Em um mundo de contratos, é impossível a obtenção de um contrato ótimo, devido às despesas que se tem ao

¹⁵ Para melhor determinar as questões concernentes aos problemas de agência, é interessante, em primeiro lugar, definir o que vem a ser relação de agência: é um contrato sob o qual o principal, na figura do proprietário, contrata um agente – representado pelo administrador – para que este desempenhe suas atividades de forma a melhor representar os interesses daquele.

¹⁶ Jensen e Meckling (1976) definem custos de agência como a soma: a) dos gastos que o principal tem para monitorar o agente; b) dos gastos que o agente tem para manter vínculo com o principal e c) perdas residuais, que ocorre quando o proprietário dilui o seu direito de propriedade reduzindo, assim, o valor da firma.

pensar em todas as ocorrências e contingências futuras no momento da sua assinatura. Os custos de agência podem ser reduzidos, segundo Williamson (1995), através de incentivos pré e pós-contratuais que busquem o alinhamento de interesses entre a administração e os acionistas.

Segundo Weinberg (2003), o acesso desigual à informação relevante é condição para a existência de qualquer economia. Para o autor, a Governança Corporativa possibilita que empresas busquem as melhores políticas de compensação de forma a oferecer à administração o melhor incentivo disponível para que ela trabalhe sob os interesses dos acionistas. Em última análise, a estrutura de governança escolhida pela empresa não elimina o problema de agência, mas oferece uma resposta racional e prudente dos seus custos e benefícios.

Na visão de Ross et al. (1998), os problemas de agência nunca são completamente resolvidos fazendo com que os acionistas tenham que suportar perdas residuais, que representam a riqueza perdida pelos acionistas devido ao comportamento inadequado de parte da administração.

1.2.3 Risco

Segundo Jorion (1998), risco é a volatilidade de resultados inesperados, normalmente relacionada ao valor de ativos ou passivos de interesse e os desvios positivos e negativos devem ser percebidos como fontes de risco. Sob a ótica do investimento, Ross et al. (1998) definem o risco como a parcela inesperada de retorno de capital – positivo ou negativo – presente em qualquer tipo de empreendimento ou investimento, razão pela qual a sua administração é muito importante.

Para Assaf Neto (1999), o investidor deve sempre considerar o componente risco nas suas operações. Os resultados futuros são incertos e o risco é a capacidade de mensurar o estado de incerteza da decisão.

Blumen (2004) demonstra que os eventos podem ser divididos entre aqueles que são conhecidos e aqueles que podem ser descritos estatisticamente. No entanto, essa classificação omite uma terceira categoria: incerteza, que, segundo o autor, descreve o estado mental em relação ao futuro ao tentar-se antecipar mudanças que não podem ser caracterizadas por

distribuições probabilísticas¹⁷. Devido à incerteza, uma variedade de riscos permeia o esforço humano e estes não existiriam se o futuro fosse conhecido e se todos se comportassem de maneira esperada. Mesmo sendo comum o desejo das pessoas por segurança, conforto e proteção, elas diferem da maneira como lidam com riscos.

Para Krainer (1997), a essência do problema da Governança Corporativa é a diferente percepção que o principal e o agente têm em relação ao risco. Por exemplo, é comum verificar-se o conflito de interesses entre os acionistas e administradores diante da possibilidade de aumentar os investimentos e a produção da empresa, pois eles apresentam diferentes percepções ao risco: os administradores são avessos ao risco ao passo que os acionistas são inclinados a este. Os investidores, por sua vez, são prudente em assumir riscos pelo fato de eles não saberem se determinado produto será bem sucedido ou se determinado investimento compensará. Tal cautela, no entanto, não deve ser confundida com aversão ao risco.

Porém, o medo de fraudes na contabilidade das empresas e a inabilidade dos diretores em disciplinar os maus executivos têm minado o sistema como um todo. Nesse sentido, para evitar a má conduta de empresários e executivos, governo e instituições lançam mão de uma série de medidas que têm reduzido os riscos das operações de investimento. Estas políticas de proteção vêm sendo adotadas buscando retomar a confiança dos investidores. Transparência, regras para a proteção de acionistas e transações com as partes relacionadas, melhoram a visibilidade para os investidores e contribuem para a diminuição da volatilidade e a conseqüente redução do risco.

Entretanto, instituições e governos têm sido atraídos a proteger demasiadamente os investidores distorcendo a natureza dos incentivos e provocando uma mudança perversa no seu comportamento, pois a regulamentação financeira e econômica tem um custo que impactará o crescimento da economia. Quando se limita o risco tomado, desiste-se de algo extremamente importante, mas de difícil percepção.

¹⁷ Segundo Rothbard: “risco ocorre quando um evento faz parte de vários eventos homogêneos e onde se conhece a frequência da sua ocorrência”. Por exemplo, uma firma, ao produzir determinado item, sabe, através da experiência, que uma proporção de tal produção terá algum tipo de defeito. Não se sabe se determinado produto será defeituoso, mas se sabe da proporção (Rothbard, *Man, Economy and State*, 1962). Risco, segundo o autor, é o grau de incerteza de ocorrência de um evento. Em um mundo incerto, pessoas têm diferentes pontos de vista sobre o futuro. Se todas tivessem a mesma impressão sobre ele, não haveria comércio, que existe devido a diferença de crença e percepção. Para Ludwig Von Mises, os preços são formados por essas diferenças de opinião, crença, e informação entre empreendedores competidores. Os preços alocam os bens em uma economia, e tais preços são resultados de oferta e demanda do bem e nenhum homem, sozinho, por mais capaz que seja, pode imaginar todas as possibilidades de produção (Blumen, 2004).

De uma forma geral, o mercado depende de pessoas que assumem riscos porque a tomada destes por empresas traz mudança e inovação beneficiando o consumidor e promovendo o crescimento econômico. Além disso, o risco mantém indivíduos em um comportamento limite, o que os força a pensar antes de agir.

Ao diversificar o risco ou facilitar a sua negociação, a empresa aberta reduz o custo de capital. Estes direitos negociáveis sobre a propriedade das corporações (títulos da empresa) também permitem que os investidores assumam o risco, sem exigir-lhes que administrem as próprias empresas.

Empresas têm enfrentado dificuldades por não terem uma clara compreensão dos riscos a que são submetidas. Nesse sentido, a boa administração dos riscos pode ser alcançada obedecendo a três princípios (Felton e Watson, 2002):

- Delinear os riscos determinando quais e o quanto eles deverão ser assumidos. Uma vez que a empresa está certa sobre a estratégia de risco, ela deve ser capaz de medir a sua exposição a ele e também de atualizar o seu perfil rotineiramente.
- A empresa deve assegurar-se de que as pessoas que determinam a sua política de risco – capazes de monitorar e controlar sua implementação – estejam bastante distantes da sua administração.
- Para reforçar os processos de administração de risco, empresas devem buscar desenvolver uma forte cultura de risco corporativo para que os tomadores de decisão considerem tanto os prejuízos de ações quanto as suas recompensas.

Ao conselho de diretores cabe certificar-se de que os riscos estejam sendo administrados efetivamente e que a administração mantenha o perfil dos lucros pelo risco tomado dentro do que foi definido pelo conselho e pela administração.

A Governança Corporativa tem permitido uma administração mais aberta e precisa dos riscos e oferece aos investidores uma maior compreensão sobre aqueles tomados, seus possíveis resultados e suas respectivas probabilidades. Em outras palavras, a Governança Corporativa facilita uma percepção mais apurada dos perigos aos quais o investidor está submetido, o que favorece a promoção de uma cultura de risco mais responsável. Mas, para que isso seja possível, a Governança Corporativa exige uma articulação mais direta e clara da empresa para com o mercado investidor.

Nas tomadas de decisão sobre os investimentos, muitas instituições ressaltam o horizonte de tempo como um fator mais decisivo do que a sua taxa de retorno. Para estas instituições o importante é saber quantos anos serão necessários para o retorno de investimento – e isso está relacionado ao risco – pois quanto menor o período para o ressarcimento, menor o risco. No equilíbrio entre risco e retorno, investidores abrem mão da maximização de lucros potenciais para se protegerem. É evidente que investidores não exigem direitos de propriedade perpétuos como forma de incentivo para investir. Depois que o investidor recupera capital o suficiente para se sentir compensado pelo risco tomado e pelo capital investido ele pode direcionar o direito de propriedade aos outros constituintes da corporação (Monks e Minow, 2001).

Há um claro conflito de interesses entre os acionistas/investidores e os administradores quanto aos riscos que a empresa deve correr. Brickley et al. (2001) afirmam que o administrador maximiza a sua utilidade evitando situações que ameacem sua posição na corporação o que, sob o ponto de vista do acionista e do investidor, é um comportamento excessivamente avesso ao risco.

Devido ao capital investido na empresa e ao fato de que a sua renda provém da mesma, e porque ele não leva em conta que o risco cria valor para o acionista, o administrador evita situações de alto risco e acaba recusando muitos projetos altamente lucrativos. Os acionistas e os investidores, por sua vez, sabem que administrá-lo possibilita vantagens competitivas consideráveis além de evitar que a empresa se exponha a perdas inesperadas e significativas, razão pela qual, recomendam ao administrador que não fuja, mas que administre o risco. Ao não assumi-lo, as empresas podem se deixar levar pela inércia e imobilismo. Por outro lado, se não souberem avaliá-los corretamente, igualmente podem fracassar. Segundo Ross et al. (2002), a parcela do retorno que resulta de surpresas é o que se chama de risco de investimento, pois, se é recebido o que se espera, não há risco ou incerteza envolvidos.

O grau de aversão ao risco varia de pessoa para pessoa. Dentro de uma empresa, um trabalhador assalariado é avesso ao risco enquanto que o proprietário está mais inclinado a assumi-lo. Ou seja, o dono da empresa absorve todo o risco e a incerteza do negócio, enquanto que o assalariado troca a incerteza pela fixidez. Como o valor futuro da firma é incerto, o empreendedor promete ao assalariado um salário fixo, que será menor do que o valor esperado pela produção: se o valor de mercado da produção for maior do que os custos,

o empreendedor terá lucro; se for menor, ele terá prejuízo. No âmbito da firma, é comum o administrador se ver obrigado a fazer escolhas que impliquem em riscos e muitas empresas quebram por não levarem em conta este componente nas suas tomadas de decisão.

Silva Neto (1998) distingue o risco em quatro grandes grupos: risco de mercado, de crédito, legal e operacional. O risco de mercado diz respeito ao valor dos bens e serviços e está relacionado diretamente com o preço desse bem ou serviço no dia-a-dia¹⁸. Ao se avaliar as taxas cobradas pelo financiamento serão levados em conta os riscos de mercado e o risco da empresa.

O Risco Operacional, segundo Jorion (1998), é o risco assumido voluntariamente visando uma vantagem comparativa e uma maior valorização da empresa perante seu quadro de acionistas. Tal risco refere-se às perdas decorrentes de sistemas inadequados, mau gerenciamento, controles defeituosos, falha humana e fraude. Para Silva Neto (1998), o sistema operacional adotado pela empresa permite a identificação dos riscos ao mesmo tempo em que avalia a eficácia dos controles por ela adotados e se eles são suficientes. A Governança Corporativa visa mitigar essas imperfeições através da identificação dos pontos onde o risco operacional é iminente.

Também se observam diferenças consideráveis quanto às fontes de risco, tornando interessante classificá-lo em duas categorias. O risco é sistemático quando este diz respeito às incertezas que cercam as flutuações macroeconômicas abrangendo um grande número de empresas. Tais incertezas podem ser em torno de índices como: Produto Nacional Bruto, taxa de inflação e a política de juros e de câmbio; índices esses que condicionam todo o mercado de ações (Ross et al. 2002).

Por outro lado, quando as incertezas se referem somente a uma empresa ou a um grupo específico delas, trata-se de risco não sistemático. Ao promover a descoberta de qualquer produto, mecanismo ou procedimento que aumente a sua eficiência ou que barateie seus custos de produção, a empresa valoriza os seus ativos. É preciso notar, entretanto, que muitas vezes o risco não sistemático pode contaminar toda a economia, transformando-o em risco sistemático (Ross, et al. 2002). Risco não sistemático também é chamado de risco diversificável pelo fato de o risco não sistemático poder ser total ou parcialmente eliminado pela diversificação da carteira (Assaf Neto, 1999).

O risco não sistemático de uma carteira diminui na medida em que esta aumenta. Uma carteira totalmente diversificada não apresenta risco não sistemático, muito embora apresente o sistemático. Assim, pode-se concluir que o retorno esperado de um ativo está relacionado positivamente com o risco sistemático (Ross et al. 2002).

Nenhuma economia prospera a menos que os negociantes estejam propensos a tomar riscos e é nesse sentido que a Governança Corporativa assume importância. Através dela é possível reduzir os prêmios pagos pelos riscos tomados pelos investidores, razão pela qual os Códigos de Boas Práticas de Governança Corporativa têm se preocupado com a identificação e com a administração dos riscos tomados pela empresa.

Todos os aspectos vistos na seção 1.2 – informação assimétrica, custos de agência, e administração do risco – serão muito importantes para a identificação dos pontos onde os interesses do proprietário não são atendidos e para a escolha dos programas de Governança Corporativa que deverão ser adotados pela empresa. A seguir o trabalho abordará como se dá o conflito de interesses entre os acionistas, administradores e diretores e como, e em que medida, as práticas de Governança podem reduzi-los.

1.3 Governança Corporativa

Conforme definido anteriormente, a Governança Corporativa busca alinhar os interesses das diferentes partes que compõem o nexo de contratos, mais notadamente os acionistas, administradores e diretores.

A importância da Governança Corporativa tem crescido em função do aumento do custo de capital e da dificuldade de alinhar os interesses do agente (administrador) aos do principal (acionistas), que têm dificuldades para acompanhar as decisões internas da empresa e para propor estratégias. Isto ficou mais evidente com a descoberta de relatórios contábeis incorretos e do descontrole da remuneração dos altos executivos de um grande número de corporações.

Muitos programas de Gestão têm mudado o perfil das empresas através de políticas que possibilitam uma mudança na alocação do poder dentro da firma. Há pouco mais de duas

^{18 18} O êxito da avaliação do risco de mercado é medido pela compreensão que se tem do mercado e de sua interação com o ambiente, pela identificação dos seus componentes e como eles se interagem, e pela análise das mudanças que nele ocorrem (Cocurullo, 2003).

décadas a estrutura vertical das empresas facilitava a retenção das informações mais relevantes e a concentração do poder nas mãos dos altos administradores. Hoje, ao contrário, esse poder está mais disperso, o que tira parte do controle dos administradores. Como se verá mais tarde, essa percepção é muito importante para os investidores uma vez que eles se sentirão mais seguros se o controle estiver nas mãos do conselho de diretores, constituído para atender os interesses dos acionistas majoritários e minoritários. Nesse sentido, a Governança Corporativa envolve práticas que possibilitam aos proprietários, ou ao conselho que os representam, uma relação de ganho ótima onde seja possível maximizar seus interesses.

Em muitos países há um crescente interesse em saber como são estruturadas as corporações e como são tomadas as decisões no seu interior. Essa importância aumenta na medida em que se percebe pesadas conseqüências para os acionistas em função do que é feito pela administração. Sob o ponto de vista financeiro, Berndt (2000) define Governança Corporativa como um conjunto de práticas cujo objetivo principal é o abrandamento dos custos de capital da empresa. O supremo objetivo da Governança Corporativa deve ser de avaliar continuamente o desempenho da empresa para que a própria estrutura de governança possa adaptar-se aos tempos de mudanças e às necessidades.

Jensen (1993) realça quatro categorias básicas de mecanismos que envolvem as questões de Governança em uma empresa e a relação deles com o seu desempenho, que interagem de forma complexa e insuficientemente compreendida:

- Mecanismos regulatórios: o ambiente legal tem um forte efeito sobre a Governança Corporativa. Nesse sentido La Porta et al. (1998a, 1999b) realçam a importância do ambiente legal como instrumento de proteção aos acionistas e demonstram que as diferentes estruturas de propriedade, mercados de capitais, políticas de financiamento e de dividendos verificadas no mundo, são importantes para determinar como e em que nível o investidor consegue se proteger legalmente da expropriação dos altos executivos ou dos acionistas controladores. Os autores concluíram que há uma relação inversa entre o grau de proteção legal oferecida ao investidor em um país e o grau de concentração acionária neste mesmo país. Adicionalmente, Shleifer e Vishny (1997) demonstram que em grandes empresas de muitos países o problema de agência mais significativo não é aquele que se dá entre os acionistas e a administração.

Nesses países, o principal problema de agência é aquele verificado entre os investidores e os acionistas controladores.

- Mecanismos de controle interno: são as medidas que a empresa toma para diminuir o conflito de interesses entre os administradores e os acionistas. Dentre as medidas mais importantes utilizadas internamente para resolver os problemas de Governança, tem-se a criação do conselho de diretores e de um sistema de incentivos, que consiste em estruturar a compensação dos altos executivos da empresa.
- Mecanismos de controle externo: devem ser implementados quando o controle interno não é suficiente para alinhar os interesses dos administradores aos dos acionistas. Um exemplo desse mecanismo é o sistema de auditoria externa. Ele é uma fonte primária para a observação do desempenho da empresa. Qualquer caso de fraude financeira envolve algum tipo de falha do auditor em perceber tais falhas.
- Mecanismo de competição de produto no mercado: a firma deve produzir o que as pessoas querem associando a alta qualidade a um baixo custo, de forma a tornar o produto competitivo. Nesse sentido, muitas empresas têm adotado programas de qualidade.

Ao longo do trabalho esses mecanismos serão discutidos e analisados com mais detalhes. A seção seguinte pretende se concentrar nos conflitos de interesses envolvendo os acionistas, os administradores e os diretores, e como esses conflitos impactam a criação de valor da empresa.

1.3.1 Proprietários

Governança Corporativa se vale dos mecanismos descritos por Jensen (1993) para alinhar as ações dos administradores aos interesses dos acionistas e investidores. Um bom sistema de Governança Corporativa procurará maximizar os incentivos que aumentem o valor dos investimentos ao mesmo tempo em que busca minimizar os efeitos pós-contratuais que podem trazer alguns prejuízos aos proprietários (“Moral Hazard”).

Ao separar a gestão da propriedade, o proprietário – que deixa de dirigir a sua empresa – tem todo o interesse que ela seja dirigida da melhor maneira possível. Quando se tratar de um único acionista o proprietário acompanhará as operações de perto e participará ativamente das decisões, por mais rotineiras que sejam: caso das empresas familiares. Ao se dispersar a concentração acionária, o monitoramento fica mais difícil, caso das empresas listadas em bolsa. Assim, na medida em que a empresa familiar cresce, ou quando se inicia algum processo sucessório, a implantação de boas práticas de Governança Corporativa é importante.

Em grandes organizações, a propriedade é dividida entre os acionistas que, tal qual um proprietário individual, ao separar a gestão da propriedade, delegam autoridade aos administradores profissionais. Os acionistas têm direito ao usufruto e à alienação. A eles são dados os direitos de venderem as suas partes para quem bem entenderem no momento que assim o desejarem, de votarem, de obterem determinadas informações a respeito da corporação e ressarcimento no caso de não cumprimento das obrigações por parte do administrador, bem como os direitos residuais sobre os ganhos da empresa.

O acionista possui direito de propriedade de parte da empresa proporcional a sua participação acionária e também responsabilidades. No entanto, segundo Monks e Minow (2001), a participação acionária, representada pelo número de ações que possui, não se traduz na posse de uma parte dos ativos da empresa, a menos que a empresa seja liquidada.

Quanto às responsabilidades dos acionistas, elas estão limitadas à prevenção ou reparo dos erros da empresa, o que permite que os acionistas assumam riscos sem que isso ameace seus próprios recursos e os obriguem a delegar a outros o direito de controlar a corporação – geralmente a administração. A separação da gestão da propriedade possibilita que ele transfira o poder de decisão sobre o dia-a-dia da empresa à pessoas habilitadas para tal¹⁹. Segundo Monks e Minow (2001), no sentido de reduzir a sua responsabilidade, os acionistas e investidores delegam o controle da empresa a terceiros, muito embora se mantenham atentos e participantes nas principais decisões corporativas. Além disso, buscando manter o preço das ações em um nível baixo o suficiente para assegurar liquidez, acionistas

¹⁹ Segundo o historiador econômico Alfred Chandler *apud* Rifkin (2003), as estradas de ferro americanas foram as primeiras empresas modernas a separar a gestão da propriedade. Como nenhuma família conseguiria, sozinha, bancar os custos vultosos necessários para a construção da ferrovia, investidores europeus começaram a financiar as estradas de ferro nos EUA, em 1850, sob uma administração profissional. Daí se originou a moderna corporação, cuja estrutura, centralizada e baseada na hierarquia, dominou o modelo de gestão no século XX.

permitem a emissão de milhões de ações²⁰, o que torna praticamente impossível a qualquer investidor possuir uma participação significativa.

A firma faz contratos com os empregados, seguradoras, credores etc., e ao alto executivo sempre caberá o que foi contratado, por maior que seja o seu salário. Da mesma forma que a um proprietário único, ao acionista caberá somente os lucros residuais, razão pela qual surgem muito conflitos de interesses entre os acionistas que simultaneamente trabalham na administração da empresa (Brickley, et al. 2001).

Quanto aos estudos sobre a concentração acionária e o investimento, La Porta et al. (1998) afirmam que um controle acionário muito concentrado em grandes empresas tem um impacto negativo na proteção do investidor. Em um outro estudo, La Porta et al. (1999) analisaram as estruturas acionárias em 27 economias ricas, procurando identificar os principais acionistas das firmas e concluíram que os grandes acionistas possuem um controle excessivo, pelo fato de eles próprios administrarem as firmas que controlam.

Segundo Bebchuk (2002), uma boa Governança Corporativa é medida pelo acesso que os investidores têm à informação relevante sobre o desempenho da empresa e notícias sobre seus processos eleitorais e de votação. Para a autora, os investidores devem participar das decisões importantes no âmbito da empresa, terem direito a parte dos lucros que lhes cabem, e estarem livres dos abusos administrativos. Para La Porta, et al. (1999), tais prerrogativas são aplicadas diferentemente nos países – segundo a sua trajetória de desenvolvimento ou segundo a sua origem histórica e cultural, diferenças essas que afetarão fortemente os preços das ações e os investimentos.

A propriedade é fundamental para o progresso tecnológico e industrial de um país e, na visão de Monks e Minow (2001), o seu fracionamento através da oferta pública de ações tem permitido o acesso de capital que tem financiado a indústria moderna. A propriedade em geral, e a propriedade acionária em particular, são necessárias para a alocação e organização de talento e capital, essenciais para o progresso tecnológico e industrial.

Os diversos estágios de desenvolvimento econômico que se verificam no mundo revelam variados graus de dispersão da propriedade. Berndt (2000) pesquisou a concentração

²⁰ Uma ação representa a menor parcela do capital social da empresa (seja ela Sociedade Anônima, Sociedade por Ações ou Companhia). O detentor de uma ação não é credor da empresa, mas um dos seus proprietários, e como tal possui participação nos resultados da empresa proporcionalmente ao número de ações que ele detém. Ações não possuem prazo de resgate e são negociadas em mercados organizados (Cavalcante e Misuni, 2003).

de propriedade em vários países e concluiu que as diferentes formas de desenvolvimento experimentadas pelos diferentes países provocaram grande variação dos níveis de propriedade, que é mais sentida nos países em desenvolvimento, onde essa concentração é maior.

Uma das questões básicas a ser levada em conta por uma empresa ao adotar boas práticas de Governança Corporativa é o tratamento dado ao investidor, que aplicam em empresas onde ele é tratado de forma justa e não preferencial, onde seus direitos são respeitados em um ambiente legal que iniba a violação desses direitos. Para Barca (2002), a Governança Corporativa trata dos conflitos de interesses entre o investidor – que busca garantias de retorno dos seus investimentos – e o administrador, que busca exercer o controle sobre esses fundos com o mínimo de interferência possível. Controle, neste caso, é o direito de tomar todas as decisões estratégicas da empresa: aquelas que não sejam explicitamente proibidas por lei.

Pelo fato de os acionistas exercerem o poder do voto para escolherem os diretores e para decidirem sobre as principais questões da empresa, dá-se especial atenção nos procedimentos de votação para avaliar os direitos dos acionistas. Investidores são mais bem protegidos quando os dividendos são relacionados ao direito ao voto dos investidores. Segundo La Porta et al. (1998), os direitos dos credores são muito mais complexos do que os dos acionistas. Primeiro, porque há diferentes tipos de acionistas, com interesses variados, que ao protegerem os direitos de alguns credores podem estar reduzindo os direitos de outros. Para o autor, países onde o direito à propriedade é respeitado possuem uma economia mais desenvolvida e competitiva. O respeito à propriedade torna os proprietários mais motivados em relação aos seus investimentos.

O direito de propriedade é aquele legalmente aplicado no sentido de selecionar as utilidades de um determinado bem. Ou seja, o direito de propriedade sobre um bem é exercido se, ao seu dono, for dado o direito de utilizá-lo de maneira a maximizar a sua utilidade (Brickley et al. 2001).

Ao assumir a propriedade de um bem se diz que sobre ele há uma combinação de direitos e responsabilidades no que tange ao direito de propriedade específico. No ocidente, mais precisamente nos Estados Unidos, as responsabilidades e direitos têm possibilitado aos proprietários os incentivos necessários para administrá-lo de forma a compatibilizá-lo com os interesses da sociedade como um todo.

Seguindo a idéia de Jensen e Meckling (1976), ao empreendedor – que organiza a firma e se responsabiliza pelos riscos – cabe somente uma receita residual²¹, enquanto que ao trabalhador cabe vender o seu trabalho. Assim, o proprietário deve ter o capital, garantir que os contratos sejam cumpridos e atrair confiança dos outros contratantes. No entanto, como será visto mais adiante, o monitoramento das ações da administração é caro. Para resolver esse problema, os acionistas se valem de um conselho de diretores que trabalha no sentido de alinhar os interesses da administração aos dos investidores.

1.3.2 Administradores

Ao separar a gestão da propriedade, a administração assume a responsabilidade de usar os ativos de forma eficaz para alcançar os objetivos da firma. Assegurar-se disso é tão importante quanto a habilidade de atrair capital de investimento de baixo custo. Em meio as muitas funções da administração dentro da empresa, Felton e Watson (2002), quanto ao atendimento dos interesses dos acionistas, enumeram as seguintes:

- Mediar os interesses dos investidores, credores, empregados, consumidores etc., que constituem o nexo de contratos e influenciam o desempenho da empresa.
- Prever cenários e direcionar a empresa de acordo com as previsões.
- Orientar os diretores da empresa quanto a importância dos indicadores, tais como orçamento e rendimentos periódicos, para a realização dos objetivos estratégicos da empresa e dos investidores e as avaliações de desempenho corporativo em curso.
- Investigar qualquer falha no cumprimento de tais objetivos.

Para cumprir suas obrigações e manter a empresa atenta às mudanças necessárias e pronta para liderá-las, a administração deve contar com executivos hábeis, competentes, motivados, dotados de recursos e autoridade, atributos esses difíceis de serem avaliados. Nesse sentido, Monks e Minow (2001) afirmam que de todos os métodos utilizados para avaliar valor e desempenho, uma das indicações mais claras da qualidade do administrador é a própria estrutura da empresa.

²¹ Receita residual – o que sobra depois que todos os reclamantes foram pagos. Esta é uma razão pela qual o proprietário (acionista) é definido como *Residual Claimant*.

O desafio da Governança Corporativa é certificar-se que o equilíbrio entre as partes possibilita ao administrador maximizar o valor do proprietário (Monks e Minow, 2001). Tirole (2001) demonstra que há uma idéia generalizada de que os administradores podem tomar ações que prejudiquem os acionistas e investidores e que uma boa estrutura de governança é capaz de selecionar os administradores mais capazes e de fazê-los responsáveis por suas ações junto aos investidores. Mesmo com todos os custos que podem advir com a separação da propriedade da gestão, a sobrevivência da firma dá a entender que em muitos casos os benefícios dessa separação superam os custos a ela associados. Nelson (2004) ensina que Governança Corporativa são restrições impostas aos acionistas e administradores pelo desempenho da empresa.

O conflito essencial entre os objetivos do proprietário e da administração está calcado no risco que cada parte assume. Segundo Eaton (1998), o proprietário – principalmente quando este está representado na figura do acionista – prefere um plano de máxima variabilidade e risco baseado no desempenho da empresa, enquanto que a tendência natural do administrador é procurar um plano onde consiga o máximo de segurança. Como o administrador não é o proprietário dos ativos e dos recursos, as decisões por ele tomadas serão no sentido de maximizar o seu bem-estar na empresa, o que provoca conflitos de interesses que nem sempre são produtivos.

Para Denis (2001), além dos diferentes graus de aversão ao risco, um conflito de interesse bastante relevante é que, enquanto o acionista maximiza a sua utilidade através do aumento do valor da firma, o administrador – além do aumento do valor da firma – procura atrair vantagens que a sua posição dentro da firma possibilita. Um terceiro conflito de interesse entre o acionista e o administrador é o destino do superávit do fluxo de caixa (*free cash flow*), uma vez que o acionista pode estar mais propenso a reinvestir na firma enquanto que o administrador está mais interessado em adquirir bens que lhe tragam um maior bem-estar. Como os administradores estão livres para aplicar os ativos, a Governança Corporativa deve lançar mão de ferramentas que os responsabilizem pelo uso ineficaz desses ativos.

Quanto ao conflito de interesses envolvendo a administração e o conselho de diretores, este tem autoridade para dirigir e monitorar o desempenho dos administradores em todas as atividades significativas da empresa. As aquisições, a emissão de ações, a venda de parte significativa da propriedade da empresa etc., não são válidas a menos que o conselho as aprove. Todas as avaliações feitas pelo conselho devem ser no sentido de atender os interesses

da empresa e dos acionistas. Felton e Watson (2002) asseveram que, na sua relação com o conselho, a administração deve:

- Relatar regularmente as questões relevantes aos conselhos e aos seus comitês (financeiro, recursos humanos etc.). A fim de assegurar aos auditores uma maior liberdade para expressarem-se livremente sobre as suas preocupações e pontos de vista sobre como melhorar seus sistemas recomenda-se que os comitês de auditoria se reúnam sem a presença da administração.
- Responder às questões dos seus diretores.
- Educar os diretores em situações específicas e em áreas que eles desejem investigar. Ou seja, identificar o papel do conselho em processos administrativos críticos tais como orçar, relacionar e priorizar estratégias, e avaliar os administradores.

O processo de informação deverá ser revisto quando:

- Os diretores tiverem dificuldades para perceberem o que está ocorrendo dentro da empresa.
- Os diretores reclamarem pelo recebimento de muita informação ou pelo fato de elas serem muitos inconsistentes.

Segundo Bebchuk e Fried (2003), uma empresa com estrutura ótima deve ser capaz de oferecer incentivos a um custo baixo aos administradores avessos ao risco, para que estes tomem decisões que maximizem o valor para a empresa. O preço ótimo, sob tal estrutura, é função de fatores que dependem do executivo, da empresa, do lugar e do momento em que foram implementados. Ou seja, tais fatores podem incluir o grau de aversão ao risco da administração – que pode ser afetado pela idade e riqueza – da volatilidade do preço das ações da empresa, da taxa de inflação esperada e do cumprimento do contrato do executivo, entre outras coisas.

Denis (2001) diz que há três maneiras para fazer o administrador agir de acordo com os interesses do acionista: forte vínculo pessoal por parte do administrador em relação a empresa; forte estrutura de controle sobre o administrador para se certificar que ele está cumprindo o contrato; ou um eficiente sistema de incentivos que vá ao encontro dos interesses do administrador.

Há uma série de ferramentas que são usadas pela empresa de forma a controlar a atuação do administrador. Para Weinberg, (2003), dizer que tal ferramenta é aplicável eficientemente implica dizer que os seus benefícios superam os seus custos. A ausência de uma intervenção do estado faz com que as forças cujos interesses estejam conflitantes, tendam a achar um mecanismo mais eficiente de governança, embora não perfeito.

Porque os administradores nem sempre agem nos interesses dos acionistas, principalmente os minoritários, Francis et al. (2002) afirmam que leis de proteção ao direito dos investidores criam incentivos para os investimentos, fator importante para o desenvolvimento dos mercados, financeiro e de capitais.

Para Tirole (2001), os incentivos podem vir na forma de compensação monetária através de bônus baseados no desempenho contábil da empresa e *stock option*²². O vínculo pessoal permite que o administrador atenda aos interesses dos acionistas mesmo na ausência dos incentivos. Quanto à estrutura de controle, ela se refere ao monitoramento a que é submetida a administração. O autor define incentivos como a variação da riqueza do executivo relacionada com o preço da ação. A empresa estimula o administrador para que ele tome decisões através de uma forte política de incentivos. Quando estes estão mal dimensionados ou mal distribuídos, ao contrário de êxito, podem comprometer a produção e trazer prejuízos enormes.

As políticas de incentivos serão tanto mais necessárias quanto maior for o nível de coerção de uma parte sobre a outra, idéia que se contrapõe a do mercado, onde as negociações ocorrem de forma voluntária, em que os contratantes estão livres para adotarem qualquer tipo de contrato. Por exemplo, um proprietário e empregados podem, de comum acordo, decidir que estes passarão a receber uma participação dos lucros além de um salário, o que pode ser feito através de uma *stock option*. Esse tipo de compensação é utilizado como um incentivo para os executivos responsáveis pelas decisões estratégicas. De fato, *stock option* como forma de compensação, constitui-se, sob o ponto de vista do acionista e investidor, um bom monitor para administração.

Na visão de Swaan e Harper (2003), como a *stock option* padrão não diferencia entre o valor criado por fatos externos e o desempenho individual, investidores podem ser enganados e executivos podem ser recompensados sem merecimento, como ocorreu durante a

expansão do mercado acionário na década de noventa. A indexação das opções pode levar os executivos a buscar interesses que estão longe de maximizar o valor dos acionistas e investidores. Muitas ferramentas têm sido utilizadas para evitar que isso aconteça. Para os autores, uma alternativa a tal medida seria trocar *stock options* de forma que elas estejam condicionadas ao desempenho do executivo, exigindo que ele invista uma parte, mesmo que mínima, do seu capital na empresa. Assim, os conselhos podem ficar mais tranquilos em relação ao executivo que terá todo o cuidado para manter os preços das ações em um patamar seguro. Para se assegurarem de que o executivo se concentrará em criar valor para a empresa no longo e não no curto prazo, os conselhos podem, ainda, criar políticas que o iniba de vender parte significativa das ações, por determinado período de tempo.

Segundo Weinberg (2003), o mecanismo que mais afeta o comportamento do administrador é aquele que se refere ao sistema de compensação a ele oferecido pela firma. No entanto, essa ferramenta se constitui, em um dos principais problemas observados quando se separa a propriedade da gestão. Por isso a remuneração dos executivos tem atraído especial atenção dos economistas da área de finanças nos últimos anos, e estudos mostram como um bom sistema de compensação pode mitigar os problemas de agência em empresas negociadas publicamente. O autor mostra também que o sistema de compensação direcionado à alta administração da empresa tem dois objetivos que são conflitantes: para oferecer aos executivos um incentivo para que estes ajam no sentido de maximizar o valor do acionista, eles devem ser remunerados em função do desempenho da empresa. Entretanto, a medida de desempenho da empresa é sujeita a manipulação por estes mesmos administradores e o incentivo à manipulação é proporcional a compensação por desempenho. Tal conflito limita a capacidade que os planos de compensação têm em, efetivamente, administrar os incentivos dos executivos.

O poder que a administração possui para determinar a própria compensação é visto não só como um instrumento que direciona os problemas de agência entre os administradores e os acionistas, mas também como parte do problema de agência em si. Em conselhos cujos títulos são negociados publicamente e que tenham a propriedade dispersa, os administradores exercem uma forte influência sobre as formas de compensação a eles dispensada, influência esta que tem se mostrado bastante ineficiente, pois produz incentivos fracos. Nesse sentido, o

²² *Stock Option* é uma opção de compra estipulada na forma de um contrato onde o titular tem o direito de adquirir a ação a um preço pré-fixado durante determinado período, também estipulado por contrato (Ross et al., 1998).

conselho tem agido de forma a reduzir o tipo de pagamento que não esteja relacionado ao desempenho do administrador (Bebchuk e Fried, 2003).

O conflito de interesses entre o proprietário e a administração, no que tange a compensação, está na sua forma e não na quantia a ser paga. Enquanto os proprietários preferem compensações que variam com o desempenho, a administração procura uma compensação tão segura quanto possível, mesmo que para isso tenha que abrir mão de alguma vantagem. Para resolver este problema, os planos que definem a remuneração aos altos executivos da empresa devem depender do dinheiro que o proprietário/acionista está para receber, ao mesmo tempo em que devem revelar, de forma transparente, quais os incentivos oferecidos a sua alta administração (Monks e Minow, 2001).

Devido à dificuldade de relacionar o pagamento ao desempenho dos administradores, os acionistas têm procurado encorajar a atribuição de pagamentos baseada no desempenho. Mas a forte influência da administração nas suas reivindicações quanto a compensação tem provocado um desvio na alocação ótima dos recursos em favor dos administradores (Bebchuk e Fried, 2003).

Suponha-se que um executivo exerça o direito a uma grande quantidade de ações cujo valor é baixo. Se forem poucas as chances de a ação sofrer uma valorização, o executivo pode assumir um comportamento inclinado ao risco e considerar novos projetos que proporcionem um aumento da volatilidade do preço da ação que restabeleça o valor da opção. Assim, ele terá pouco ou nada a perder com a alta volatilidade do preço da ação. Contudo, esta volatilidade pode prejudicar o investidor que não souber antever a desvalorização das ações. Por isso, muitos conselhos têm agido no sentido de reduzir o peso da *stock option* como uma forma de compensação.

Determinar quem está mais bem posicionado para decidir qual a estratégia e direção que a empresa deve tomar dependerá dos conflitos de interesses e da informação disponível. Decisões devem ser tomadas por aqueles que têm menos conflitos e detenham maiores informações. Nesse sentido, a estrutura corporativa tem sido tão forte que cresceu mais do que as outras, inclusive a política, desenvolvida para controlá-la. A responsabilidade deve vir do interior e exige um sistema de governança efetivo, que seja capaz de gerir e se responsabilizar por seus atos (Monks e Minow, 2001).

Segurar parte das ações não modifica o comportamento ou a baixa qualidade do trabalhador em uma grande firma. Afinal de contas, as decisões tomadas por tal trabalhador não parecem implicar em qualquer impacto real no preço da ação. Logo, nenhum incentivo para melhorar o desempenho individual é criado. Esta é a razão pela qual a *stock option* geralmente só é oferecida a um limitado número de assalariados – apenas àqueles cujas decisões afetam o preço das ações.

Para evitar resultados subótimos que favoreçam os administradores, não obstante o fato de oferecer-lhes incentivos apropriados seja importante, a organização da compensação dos executivos da empresa pode ser modelada por forças do mercado, que visam arranjos maximizadores. Para Bebchuck e Fried (2003), os diretores do conselho buscam uma boa relação com os executivos da empresa devido a influência destes sobre o processo de renomeação dos diretores para o conselho, além do fato de muitos executivos serem potenciais membros do conselho.

Nesse sentido, é elevada a influência dos executivos sobre o seu próprio pagamento e, quanto maior o seu poder, maior a habilidade em extrair rendimentos. Embora os exageros sofram restrições, eles não previnem administradores de obter arranjos mais favoráveis do que aqueles obtidos através da barganha.

Foi necessário que abusos fossem verificados para acordar os investidores institucionais das grandes empresas americanas. O mercado tem recebido com muita insatisfação e apreensão os salários exorbitantes pagos aos altos executivos e, principalmente, o sistema de compensação a eles destinado, pois esses fatores foram identificados como sintomas da falta de controle sobre a administração da empresa. No entanto, mostrando a capacidade que o mercado tem de se auto-regulamentar, escândalos recentes têm possibilitado às empresas grandes oportunidades de repensar seus sistemas de incentivos e de compensação e o seu alinhamento de interesses entre os acionistas e a administração.

Assumindo que o monitoramento tem custo e é imperfeito, o agente tem incentivos para usufruir os pré-requisitos oferecidos pela empresa (escritório de luxo, aviões a jato etc.). Isto ocorre porque ele usufrui desses benefícios pagando apenas parte da despesa. Os custos de monitoramento são reduzidos na medida em que o administrador, neutro ao risco, possui um percentual elevado das ações e, neste caso, internaliza os custos dos pré-requisitos consumidos (Brickley et al., 2001).

Os investidores percebem que a *stock option* tem possibilitado aos altos executivos recompensas muito além das previstas, vinculadas ao aumento substancial nos preços das ações, e que isso pouco tem a ver com a sua administração e muito a ver com fatores que fogem ao seu controle, como as mudanças nas condições macroeconômicas e o movimento nas taxas de juros.

Como a *stock option* padrão não diferencia entre o valor criado por fatos externos e o desempenho individual, investidores podem ser enganados e executivos, apesar de não merecê-lo, podem ser recompensados; como ocorreu durante a expansão do mercado acionário na década de noventa. Muitas ferramentas têm sido empregadas para evitar que isso aconteça. Entretanto, a mais utilizada continua sendo a maior transparência (Swaan e Harper, 2003).

A questão levantada por Monks e Minow (2001) é saber qual estrutura de governança dá ao empregado uma atribuição ótima, sob uma perspectiva de justiça (que reconheça seu passado de contribuições) e produtividade (que maximize as contribuições futuras). Ao aceitar-se a idéia de que a vantagem de uma boa estrutura de governança é que ela permite que diferentes grupos combinem capital e trabalho para o benefício do todo, a questão central passa a ser a distribuição dos dividendos.

Como se verá a seguir, as decisões sobre a compensação dos executivos deve ser responsabilidade exclusiva dos diretores. Ao administrador, por sua vez, cabe elaborar a estrutura da empresa, arquitetar as operações de forma que os empregados trabalhem motivados e implementar novos sistemas organizacionais.

1.3.3 Diretores

O administrador visa manter-se no cargo, fugindo de riscos elevados em troca de fixidez e buscando sempre aumentar os benefícios que o ele proporciona, o que pode gerar sérios conflitos de interesses em relação aos acionistas. Como estes não conseguem controlar os administradores da empresa diretamente, contratam pessoas que têm o objetivo de supervisioná-los em seu nome.

Pelo fato de dar-se aos administradores o poder de decisão sobre todas as operações do dia-a-dia da empresa, se os acionistas fossem consultados a todo o momento sobre cada

uma dessas decisões tomadas pela administração, ou tivessem que controlar todos os abusos por ela cometidos, as perdas seriam imensas.

A figura do diretor existe para restabelecer o equilíbrio de interesses entre a administração e os acionistas, de forma que o administrador possa contribuir estrategicamente no desenvolvimento operacional ao mesmo tempo em que, sobre a administração, é exercida uma supervisão que satisfaça aos acionistas. A importância da Governança Corporativa cresce pela dificuldade em compatibilizar o máximo de liberdade que se dá aos administradores com a certeza de que eles não abusarão dessa liberdade.

Os diretores do conselho são extremamente poderosos dentro da empresa, pois são os representantes dos acionistas na proteção dos ativos desta. O problema que enfrentam decorre do fato de serem responsáveis pela proteção dos interesses dos proprietários ao mesmo tempo em que a habilidade, os meios, e o tempo para dirigir a empresa estão nas mãos dos administradores. Em outras palavras, o conselho de diretores representa os acionistas no monitoramento das ações da administração e fiscaliza as políticas de compensação a ele direcionadas, ao mesmo tempo em que oferece à administração os incentivos adequados para a otimização do seu desempenho.

Para Monks e Minow (2001), o valor da empresa está subordinado ao equilíbrio verificado entre duas forças cujos interesses não são alinhados: a de quem tem a posse da empresa se contrapondo com a de quem a administra. Neste sentido, o conselho de diretores funciona como uma interface entre os proprietários e a administração da corporação, ou seja, como uma ligação entre as pessoas que oferecem o capital (acionistas) e as que criam valor para a empresa (administradores). A existência do conselho está baseada na premissa de que eles supervisionam a administração, selecionam executivos que farão o melhor trabalho, e os demitem quando o desempenho é fraco.

Na visão de Felton e Watson (2002), mesmo com a existência de conselhos, os conflitos de interesses entre os acionistas e a administração têm mostrado um equilíbrio que favorece muito mais a administração, consequência de uma falta de autonomia dos diretores em relação à administração da empresa.

O conselho de diretores é uma instituição econômica que busca resolver os problemas de agência decorrentes do desalinhamento entre os interesses da administração e dos acionistas. Monks e Minow (2001), consideram-no como sendo a primeira linha de defesa dos

acionistas contra os possíveis conflitos de interesses na firma, razão pela qual é tido como o mecanismo mais importante de governança nas empresas.

Segundo Weiss (2003), a criação do conselho de diretores deveu-se à necessidade de monitorar as ações da administração da empresa. Mas, aos poucos, a ele são dadas outras funções, como propor estratégias, selecionar e avaliar os altos executivos da empresa e relacionar-se diretamente com os auditores independentes.

O Conselho de diretores não está suficientemente envolvido nas decisões diárias da firma para determinar como ela deve ser administrada – este trabalho é dos executivos. Ao conselho cabe, isso sim, saber administrar os conflitos de interesses existentes entre os proprietários e a administração da corporação, ao tempo que deve certificar-se de que o trabalho está sendo bem feito, para o benefício dos acionistas. Em outras palavras, o papel do conselho consiste, essencialmente, em analisar o desempenho e as estratégias da empresa e em administrar conflitos de interesses correntes e potenciais acontecidos dentro dela.

Nos Estados Unidos, *The Business Roundtable* – que representa as maiores corporações americanas – descreve alguns dos deveres dos conselhos de diretores (Monks e Minow, 2001):

- Selecionar os altos executivos da empresa, avaliá-los e substituí-los quando necessário, determinar a compensação da administração e rever o plano para sucessão;
- Rever, e, quando necessário, aprovar os objetivos financeiros, estratégias mais importantes e planos da corporação;
- Oferecer conselhos aos altos executivos;
- Selecionar e recomendar aos proprietários ou acionistas uma seleção severa para a composição do conselho de diretores. Avaliar a performance do conselho;
- Rever a adequação dos sistemas da empresa para agir em conformidade a todas as leis e regulamentos.

Weinberg (2003) acrescenta que ao conselho cabe a tarefa de coordenar as atividades da administração e embora ele represente os interesses dos acionistas e investidores, fica claro

que uma grande proximidade com a administração pode ameaçar a independência das suas decisões.

Para o cumprimento de suas funções é necessário que o conselho de diretores tenha seu poder firme e claramente proposto de forma a garantir uma administração que aja com eficácia e responsabilidade suficientes para manter a empresa forte no mercado. Para isso, não há um número fixo de encontros que um conselho deve ter anualmente, pois o perfil da empresa e dos seus problemas varia de tempos em tempos. No entanto, como lembra Weiss (2003), conselhos atuantes realizam entre oito a doze reuniões por ano, oportunidade em que ouvem pareceres técnicos de todos os setores da empresa.

Ainda que o conselho de diretores ofereça um importante mecanismo interno, que visa um comportamento mais responsável da administração, as boas práticas de Governança Corporativa não podem prescindir de bons padrões de auditoria e contabilidade e de sistemas de aplicações judiciais.

Uma das questões levantadas pela Governança Corporativa é assegurar-se que o conselho de diretores tenha liberdade para desempenhar seu papel, o que poderá ser feito se ele tiver autonomia. Felton e Watson (2000) acham que um conselho independente será obtido quando a maioria dos diretores forem independentes, livres de ligações – tanto pessoais quanto comerciais – que possam incapacitá-los de desafiar a administração.

Zanardo dos Santos (2002) demonstra não haver evidências convincentes de que a independência do conselho esteja diretamente relacionada com o desempenho da empresa, muito embora investidores, freqüentemente, olhem com ceticismo para aquelas com elevado número de diretores que pertençam aos seus quadros na administração.

Contrastando com essa idéia, Monks e Minow (2001) afirmam que combinar a função de administrador com a de membro do conselho de diretores afeta negativamente o desempenho deste. Isto ocorre porque a administração controla a quantidade e a qualidade da informação a ele disponível, que nunca está absolutamente certo de que está dispondo de toda a informação relevante. A dúvida é saber em que medida esse mau desempenho do conselho afeta a criação de valor para a empresa.

O fato é que investidores estão dando importância crescente à formação de conselho cujos diretores não tenham qualquer vínculo com a empresa, ou seja, que gozem de

independência e que tenham capacidade de verificar e resolver qualquer tendência de abuso de poder por parte da administração.

Gregory (1999) afirma que, embora a empresa deva sempre buscar diretores que não tenham laços profissionais com ela, isso não significa total independência, uma vez que eles e a empresa podem ter algum vínculo financeiro ou pessoal. Mesmo assim, há um consenso geral de que toda a empresa, ao tornar-se pública, deve incluir membros no conselho que não tenham relações comerciais ou familiares com a sua administração. Para que isso seja feito, os critérios de desempenho dos diretores vêm sendo elevados, bem como significativamente revistos os planos de compensação do executivo.

Por essa razão, tem-se verificado – nos últimos anos – uma tendência de constituir um conselho tão independente quanto possível, de forma a melhor atender os interesses dos acionistas. As boas práticas de Governança Corporativa colocam que, embora não seja decisiva nas decisões rotineiras da empresa, a independência dos membros do conselho é determinante em momentos de crise, o que tem contribuído para uma mudança de cultura por parte de muitos diretores. Hoje eles têm a liberdade de investigar mais rigorosa e profundamente o que ocorre na empresa.

Qualquer vinculação que um executivo venha a ter com o conselho comprometerá a independência do mesmo, razão pela qual, muitas vezes, a sua constituição determina o seu êxito ou fracasso. Isto ocorre porque, ao fazer parte do conselho, o executivo controla o fluxo de informação, dificultando o diagnóstico dos problemas na administração.

Em países onde a Governança Corporativa está mais avançada, o conselho das empresas deve incluir um mínimo de diretores independentes, muito embora tal política não seja exigida por lei. Por exemplo, nos Estados Unidos e no Reino Unido, o uso de comitês de nomeação favorece a redução da influência dos executivos na escolha do conselho encarregado de monitorar o desempenho da administração.

Nos demais países, o que se percebe são conselhos de diretores que buscam equilíbrio na sua composição, com membros que são executivos da empresa e outros sem qualquer vínculo com a mesma. Enquanto que no mundo a independência do conselho já é fato, no Brasil, a vinculação ainda permanece, embora venha diminuindo.

Quando os acionistas controladores fazem parte do conselho de diretores percebe-se, também, que geralmente ocorrem conflitos de interesses com os minoritários. Neste caso, é

fundamental que o conselho os identifique e os comunique aos investidores, assegurando-se que as partes, cujos interesses são conflitantes, não decidam sobre a questão que originou o conflito.

Segundo Hermalin e Weisbach (2003), o principal papel do conselho é indicar e monitorar os altos executivos da firma, e o desempenho dos seus diretores está relacionado com a eficácia das decisões que tomam nesse sentido. Incentivos são direcionados aos diretores do conselho para que estes monitorem a administração de forma suficientemente independente para substituir os altos executivos quando estes não apresentarem bons resultados.

Reestruturar a compensação dos diretores para recompensar compromissos assumidos é uma alternativa que se tem encontrado para recuperar a confiança do investidor. Nesse sentido, Felton e Watson (2002) sugerem que se elimine a compensação fundamentada na produção e que se crie na empresa um sistema de pagamento baseado no desempenho desta.

Planos de Governança Corporativa devem buscar transparência na compensação do diretor e a responsabilidade dos membros do conselho. Tais planos fortalecem a independência e o papel dos diretores na supervisão das ações dos administradores, visando aumentar a transparência dos conflitos de interesses e estabelecer padrões mínimos de independência. As decisões sobre a compensação dos executivos, por exemplo, é responsabilidade exclusiva dos diretores, de preferência independentes.

Yermack (1996) relacionou os problemas de agência com o tamanho do conselho e verificou que, na medida em que crescem os problemas de agência, é necessário aumentar também o número de conselheiros. Este crescimento levanta algumas questões sobre como as suas características se relacionarão com a lucratividade da empresa e quais os fatores que afetam a sua criação e o seu crescimento. O crescimento endógeno do conselho mudará as suas características, tanto no tamanho quanto na composição, o que lhe afetará as decisões.

Não obstante o fato de problemas de agência determinarem o tamanho do conselho, é importante limitá-lo. Há evidências que a sua dimensão está negativamente relacionado com a lucratividade da empresa. No Brasil, 28% das empresas apresentam três diretores, enquanto que 52% delas possuem entre cinco e nove (Ventura, 2003).

Hermalin e Weisbach (2003) afirmam que conselhos menores dão aos executivos mais incentivos e os forçam a assumirem maiores riscos do que os conselhos maiores. Os autores também concluíram que os conselhos menores apresentam uma relação bastante forte sobre a rotatividade dos altos executivos e sobre o desempenho da firma, se comparados com maiores, pois, diante de um mau desempenho, os conselhos pequenos não ficam paralisados pelo problema de *free-riding* ou pelo problema de inércia que se encontra nos grandes.

Conselhos são formados tanto por empregados da empresa como por membros estranhos a ela. Os diretores que não pertencem ao quadro da empresa freqüentemente agem no sentido de monitorar os diretores que dela fazem parte. Para determinar a independência dos diretores, a Bolsa de Valores de Nova York relaciona regras, algumas das quais também recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, cujos regulamentos não recomendam qualquer tipo de vínculo entre os membros do conselho e a empresa, sejam eles de ordem econômica ou ideológica.

Há uma relação entre a rotatividade do executivo e a composição do conselho. Quando o conselho de diretores é formado por componentes que não pertençam ao quadro da empresa, a rotatividade é mais sensível ao desempenho da mesma. Por outro lado, quando o conselho é composto por diretores que sejam funcionários da empresa, o desempenho dela não é determinante para a rotatividade do administrador. Isto é explicado pelo fato de que conselhos controlados por membros estranhos monitoram melhor do que os formados por empregados (Hermalin e Weisbach, 2003).

Perry (2000), por sua vez, relaciona a rotatividade dos executivos e o desempenho da firma aos incentivos direcionados aos conselhos. Esta descoberta, segundo o autor, sugere que os diretores tornam-se mais eficientes através do oferecimento explícito de incentivos. No entanto, os incentivos não podem ser muitos elevados a ponto de criar no membro do conselho uma dependência sob o ponto de vista econômico, pois, nesse caso, ele teria interesses que poderiam não estar alinhados com os dos acionistas.

A solução encontrada foi obrigar um órgão regulador a estipular a remuneração do membro do conselho, em cima do lucro dos acionistas (Hermalin e Weisbach, 2003). Tal solução vem provocando uma mudança no sistema de compensação dada aos diretores desde o início dos anos noventa.

A qualidade das decisões quanto a rotatividade dos altos executivos, seus sistemas de compensações, fusões e aquisições, está relacionada com o tamanho e a composição do conselho de diretores. Todas essas atividades são realizadas quando o conselho dispõe de um sistema de incentivos eficaz e um monitoramento adequado.

Discute-se muito se há alguma relação entre a composição do conselho e o desempenho da firma. Muitos modelos têm sido utilizados para provar se há ou não tal relação, e os resultados não são conclusivos. Hermalin e Weisbach (1991) não detectaram qualquer relação entre a quantidade de diretores independentes no conselho e o desempenho da firma.

No entanto, a maioria dos códigos de melhores práticas de Governança Corporativa diz respeito a composição do conselho e a sua independência e concordam que algum grau de independência é importante para que o conselho exercite um juízo objetivo a respeito do desempenho da administração (Gregory, 1999).

O comitê de auditoria é um comitê especial do conselho de diretores que tem a responsabilidade de supervisionar o trabalho dos auditores independentes da empresa. Uma das responsabilidades chave do comitê de auditoria é certificar-se que os auditores agem independentemente da administração quando estes analisam os relatórios financeiros e contábeis da empresa. Assim como os membros do conselho, o comitê de auditoria pode ser legalmente responsabilizado se o seu desempenho for considerado lesivo aos interesses da empresa.

Nos últimos anos, tem ocorrido uma disseminação de códigos de melhores práticas com a finalidade de habilitar mais eficientemente os diretores na fiscalização das ações da administração. Tais códigos enfatizam a responsabilidade dos conselhos e descrevem as práticas que melhor capacitam os diretores a assumirem essas responsabilidades, o que demonstra a importância agora atribuída à Governança Corporativa, mais especificamente, ao conselho de diretores.

O envolvimento dos investidores com o conselho de diretores está limitado às assembleias-gerais, onde os diretores se obrigam a comunicar os padrões de governança utilizados. A aceitação voluntária das melhores práticas, articuladas tanto por investidores quanto pelas empresas, tem crescido bastante nos últimos anos. Tanto que, em muitas empresas, percebe-se que a cultura dos conselhos tem mudado na medida em que os diretores

estão mais exigentes e dispostos a descobrir o que está acontecendo nos meandros da empresa.

Um importante aspecto a ser levado em conta é a transparência no processo de nomeação dos diretores. Para assegurar-se que seus talentos atendem as necessidades do conselho, este deve sempre procurar meios de avaliar o desempenho dos diretores e ter em suas mãos instrumentos que possibilitem reestruturação, quando necessário, o que pode ser feito através de eleições e estabelecimento de limite de idade ou de mandato (Felton e Watson, 2002).

A criação de conselhos como um instrumento de Governança Corporativa para resolver os problemas de agência entre os proprietários e a administração é sugerido por Hermalin e Weisbach (2003). Para eles, as funções desses conselhos devem ser determinadas de acordo com os problemas apresentados pela administração da empresa. A sua utilização como instrumento de governança possibilita aos acionistas maximizar os seus ganhos além de arbitrar conflitos existentes entre as diversas partes que compõem a firma, o que significa um impacto expressivo no valor desta e no bem estar do acionista.

1.3.4 Manual de Boas Práticas de Governança Corporativa da OCDE

Percebe-se um crescimento da importância da utilização de práticas de Governança Corporativa no mundo e, tanto isso é verdade, que organismos internacionais como a Organização para o Desenvolvimento e Cooperação Econômica (OCDE) e o Banco Mundial estão empenhados em promovê-la. A OCDE tem concentrado esforços no sentido de elaborar os princípios de Governança Corporativa enquanto que o Banco Mundial se incumbem da sua implementação. A tendência de desenvolver programas de Governança Corporativa começou em 1990 em resposta:

- Aos problemas apresentados pelo fraco desempenho das corporações;
- A falta de uma supervisão eficiente;
- A pressão de investidores institucionais (fundos de pensão).

A OCDE tem analisado a relação contratual das organizações – principalmente a que envolve os diretores e administradores – de forma a alinhar esses interesses com os dos

acionistas, credores, bancos e fornecedores. Segundo o relatório apresentado pela Organização, elaborado pelo seu grupo Consultivo do Setor de Negócios sobre Governança Corporativa, em 1998, na medida em que as barreiras foram sendo rompidas entre as economias nacionais e a competição pelo capital aumentou, os investimentos se direcionaram para as corporações que adotaram modelos eficientes de governança. Esses modelos incluem medidas, dentre as quais é interessante destacar:

- Padrões confiáveis de transparência e de contabilidade;
- Forte proteção ao investidor;
- Práticas direcionadas ao conselho, buscando oferecer uma supervisão responsável e independente sobre a administração.

Princípios de Governança Corporativa da OCDE

Os princípios tentam ajudar os governos dos países membros e não membros da organização nos seus esforços de avaliar e aprimorar as características institucionais e o marco regulatório para a Governança Corporativa dos seus países e sugerir ao mercado de capitais e investidores e corporações desses países um papel importante no processo de desenvolvimento de uma boa Governança Corporativa. Os princípios se concentram nas empresas de capital aberto, mas eles podem ser úteis nas demais. As boas práticas de Governança Corporativa devem oferecer incentivos apropriados para alinhar os objetivos que sejam do interesse dos acionistas.

A Governança Corporativa é um importante fator nas decisões de investimentos. O fluxo crescente de capital internacional possibilita um acesso mais fácil ao financiamento por parte das empresas. Para permanecerem competitivas em mercado dinâmico, as corporações devem inovar e adaptar as suas práticas de Governança Corporativa à nova realidade. Os princípios cobrem cinco áreas:

Os direitos dos acionistas

As boas práticas de Governança Corporativa, segundo a OCDE, devem proteger os direitos dos acionistas. Tais direitos incluem votações importantes – como para a escolha dos

membros do conselho de diretores – participação nos lucros da empresa, acesso a informações sobre as decisões relevantes no âmbito da corporação, caso de alteração nos estatutos ou na estrutura de capital da empresa. Nenhuma modificação estratégica pode ser tomada pela empresa e feita sem a aprovação dos acionistas.

Os acionistas têm liberdade de fazer qualquer pergunta para o conselho sobre os assuntos relevantes da empresa. O conselho de diretores, por sua vez, tem a obrigação de tornar público aos acionistas qualquer assunto relevante que lhes diga respeito.

Todos os acionistas devem ser tratados de forma igual

Para a OCDE, as boas práticas de Governança Corporativa asseguram que todos os acionistas terão o mesmo tratamento, sejam acionistas controladores ou minoritários, domésticos ou estrangeiros. Trata-se de uma relação “uma ação – um voto”. Todos os investidores devem ter acesso ao mesmo tipo de informação não importa o tipo ou a quantidade de ação adquirida e qualquer mudança nos direitos de votação deve estar sujeita ao voto do acionista.

Os mercados de capitais que estimulam essa igualdade de tratamento aos acionistas têm um maior crescimento do que os mercados que tratam desigualmente os acionistas e investidores.

O papel do stakeholder

Segundo a OCDE, as boas práticas de Governança Corporativa reconhecem e asseguram os direitos dos stakeholders como estabelecidos e protegidos por lei e encoraja uma cooperação ativa entre as empresas e os stakeholders na criação de riqueza, emprego, e de empresas saudáveis financeiramente.

Transparência

As boas práticas de Governança Corporativa devem assegurar uma precisão do material a ser colocada a disposição dos acionistas. Tal material diz respeito a situação

financeira da empresa, seu desempenho, seu perfil societário e a sua governança. As informações devem incluir:

- Os resultados financeiros e operacionais da empresa
- Os objetivos da empresa
- Os principais direitos dos acionistas
- A relação dos membros do conselho e principais executivos e sua remuneração
- As questões relativas aos empregados e a outros stakeholders
- A previsão dos riscos
- A estrutura de Governança

A informação deve ser preparada, auditada e disponibilizada de acordo com elevados padrões de contabilidade. Uma auditoria anual deve ser conduzida por uma empresa de auditoria independente.

Responsabilidade do Conselho

A boa Governança Corporativa deve assegurar que a estratégia da empresa e o monitoramento efetivo da administração sejam feitos pelo conselho, e este pode ser responsabilizado pelos acionistas. Os membros do conselho devem ter informação precisa, agir de boa fé, tratar todos os acionistas de forma justa e assegurar a aplicabilidade da lei. É função do conselho:

- Rever as estratégias da empresa, quando necessário, e os principais planos de ação;
- Administrar os riscos potenciais;
- Analisar o orçamento anual e os planos de negócios;
- Monitorar o desempenho da empresa e supervisionar os gastos principais;

- Selecionar e monitorar o sistema de compensação aos altos executivos e assegurar que seus processos de nomeação sejam transparentes;
- Monitorar e administrar os conflitos de interesses entre a administração e os acionistas e investidores;
- Assegurar a integridade do sistema de contabilidade e financeiro da empresa.

Este capítulo abordou a importância da Governança Corporativa para enfrentar os conflitos de interesses existentes entre a alta administração da empresa e os acionistas. A informação assimétrica, o custo de monitoramento sobre as ações dos administradores e as diferentes percepções ao risco, fazem com que o alinhamento dos interesses não se dê espontaneamente. A importância da Governança Corporativa cresce na medida em que aumentam os custos e as dificuldades para compatibilizar o máximo de liberdade que se dá aos administradores com a certeza de que eles não abusarão dessa liberdade.

No sentido de maximizar o valor da empresa e alinhar os objetivos dos administradores aos seus, os acionistas lançam mão de meios que lhes permitam fiscalizar as ações da administração. Dentre os mecanismos conhecidos, o trabalho se prendeu na criação do conselho de diretores, responsável pelo equilíbrio dos interesses entre a administração e os acionistas. Este capítulo também descreveu as áreas que a OCDE considera importantes para as boas práticas de Governança Corporativa. A atenção para com os direitos dos acionistas, a igualdade de tratamento a eles dispensados, a definição do papel dos demais *stakeholders*, a transparência das informações e os deveres do conselho de diretores são tidos, segundo a OCDE, como fundamentos da boa Governança.

O capítulo seguinte tratará da Governança Corporativa no Mundo e como ela é importante para a captação de investimentos, principalmente nas economias que carecem de maior proteção ao investidor.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

Neste capítulo serão discutidos alguns modelos de Governança Corporativa utilizados no mundo e como o problema da separação da gestão da propriedade é enfrentado nos diferentes sistemas econômicos e os seus efeitos sobre os investimentos. Na seção 2.1 serão analisados o impacto dos modelos americano, japonês e alemão na captação de novos investimentos, e se perceberá que o modelo americano é o que melhor defende os interesses dos acionistas, uma das razões pelas quais o mercado de capitais nos Estados Unidos é o que mais atrai investidores.

Na seção 2.2 e 2.3 serão abordados os esforços dos países desenvolvidos e emergentes no sentido de adotar boas práticas de Governança Corporativa e se perceberá que os programas adotados estão de acordo com a cultura e trajetória de desenvolvimento de cada país. Na seção 2.4 será visto que as boas práticas de Governança Corporativa são determinantes para a percepção do investidor, preocupado com a segurança da sua aplicação. Como os diferentes aspectos jurídicos provocam resultados também diferentes, se verificará que a Governança Corporativa é especialmente importante em países onde o investidor carece de proteção.

Diante da realidade da globalização, as empresas têm agido em duas frentes. Na primeira, elas têm procurado atender o consumidor através de programas e políticas que visem melhorar suas operações internas e a interação com seu público alvo. Na outra frente está o investidor, cada vez mais cauteloso e exigente ao decidir onde aplicar seu capital.

Hoje, o consumidor tem uma maior variedade de produtos e serviços e uma maior facilidade de acesso a eles. Ele dita as normas e, mais do que nunca, possui muitos meios de descobrir qual a empresa que melhor atende as suas expectativas. Se antes era o consumidor que se moldava ao que o mercado tinha a oferecer, agora é este que deve se curvar ao gosto do cliente. Esse novo paradigma, em cima de sistemas mais enxutos e competitivos, tem tornado o consumidor mais exigente também em relação aos custos daquilo que ele está disposto a consumir.

Da mesma forma que o mercado consumidor, o Mercado de Capitais também tem se mostrado extremamente criterioso quanto às suas aplicações devido a variedade de empresas carentes de investimentos. Como as empresas não podem depender de capital próprio para se expandir, necessitam abrir seu capital para financiar novos projetos. E mesmo que estes

ofereçam uma taxa de retorno maior que o custo do financiamento, é preciso avaliar todos os riscos envolvidos na operação.

Nesse sentido, o atual quadro exige medidas que possibilitem um melhor entendimento por parte dos acionistas sobre o que está sendo feito pela empresa e para que fim. A atenção crescente que a adoção de práticas de Governança Corporativa vem recebendo nos últimos anos no mundo se deve à necessidade que a empresa tem em atender investidores com critérios cada vez mais rigorosos sobre onde, quando e o quanto investir. Tais práticas procuram utilizar mecanismos que ofereçam a eles a maior transparência possível para que se sintam seguros.

Monks e Minow (2001) mostram que o sucesso da Governança Corporativa no mundo se deve ao êxito do sistema corporativo como um todo. Este setor, ao contrário do Governo, tem se mostrado como o verdadeiro condutor do crescimento econômico. Tanto em mercados desenvolvidos como em economias emergentes o sucesso das corporações têm sido medidos pelo êxito das privatizações, na medida em que o Governo buscou minimizar a sua participação na economia. Segundo os autores, com a globalização, as empresas vêm adotando boas práticas de Governança Corporativa, práticas essas que são compatíveis com os padrões utilizados no mundo. Percebe-se que há, por parte das empresas, uma necessidade global de captar investimentos a um custo baixo, o que só pode ser feito onde investidor e acionista forem bem tratados. Essa é uma das razões pelas quais muitos sistemas têm partido para modificações no sentido de se aproximarem do modelo americano de Governança Corporativa.

As aquisições, falências e fusões¹, são as manifestações mais visíveis da enorme mudança organizacional da economia. Como essas mudanças são ameaçadoras, muitas vezes o Governo é chamado a agir para restringir tais operações. No entanto, na visão de Jensen, elas devem ser encorajadas, pois, uma vez resolvido o conflito de interesses dos acionistas e dos administradores sobre o controle e uso dos seus recursos, as novas corporações tendem a ganhar muito em eficiência, produtividade e em valor para o acionista (Ross et al. 1998).

Os que defendem a tese de que o grande e crescente fluxo de capitais das últimas décadas propicia práticas de governança convergentes, justificam-na pela importância que

¹ Fusão é absorção de uma empresa por outra. A empresa que absorve a outra mantém o nome e a sua identidade, além de adquirir todos os ativos e passivos da empresa absorvida, que deixa de existir. A aquisição, por sua vez, ocorre através da compra de ações com direito a voto (Ross et al. 1998).

todos os códigos de Governança Corporativa dão à estrutura e composição do conselho de diretores visando atender aos interesses dos acionistas.

2.1 Modelos de Governança Corporativa

Os caminhos oferecidos pelos modelos de Governança Corporativa surgem de acordo com as leis que balizam os diferentes mercados e segundo a trajetória do desenvolvimento do setor corporativo de cada país. Os diversos modelos servem para evidenciar os elementos-chaves de Governança Corporativa e como eles procuram aumentar a eficiência dos vários mercados de capitais. A explicação para a variedade de códigos de práticas de Governança Corporativa, segundo Gregory (1999), demonstra que não há um modelo único de governança. Isto ocorre por conta da diversidade de culturas corporativas verificadas nos diferentes países, resultado de variadas trajetórias e objetivos das empresas em cada um desses países.

Tais diferenças devem ser levadas em conta na montagem das ótimas estruturas de governança para cada país ou empresa. É possível fazer a distinção entre os sistemas de Governança Corporativa direcionados às grandes empresas nos países desenvolvidos. Cada um desses sistemas leva em conta a estrutura das suas economias.

Todos os códigos – embora utilizando uma abordagem diferente – questionam as atuações do mercado de ações, das corporações, dos investidores institucionais, dos conselhos de diretores e da administração da corporação. Muito embora a obediência das empresas aos códigos não seja exigida por lei, eles apresentam algum caráter coercitivo.

2.1.1 Modelo Americano de Governança Corporativa

O modelo americano de Governança Corporativa está direcionado ao acionista, ou seja, utiliza mecanismos cujos objetivos são o alinhamento dos interesses da administração aos dos acionistas. Esta é uma das razões pelas quais, nos Estados Unidos, as ações têm um valor maior quando comparadas com outros mercados.

Segundo Krainer (1997), o modelo americano de governança corporativa obedece ao mesmo mecanismo de uma aquisição hostil. Se a administração não agir de forma a

maximizar o valor das ações da empresa este cai e, com a sua queda, investidores externos são atraídos a assumir o controle acionário através do mercado de capitais. Uma vez assumido o controle, os investidores contratam um novo time de administradores que implementarão uma nova estratégia, presumivelmente mais lucrativa.

Outra característica do modelo americano é a elevada dispersão das ações das empresas decorrente de uma maior participação de pequenos investidores no sistema corporativo americano que permanecem investindo mesmo aos sinais de crise. Glassman (2002) afirma que não mais do que 5% das empresas americanas possuem um acionista com mais de 50% das ações ordinárias. Uma das razões para que haja essa dispersão são as medidas adotadas pela legislação americana – como a proibição dos bancos de assumirem o controle das empresas – o que dificulta a concentração acionária. Para Tirole (2001), tanto as regras fiscais quanto as regulatórias desencorajam as instituições financeiras americanas de monitorar as empresas onde elas investem. Essa dificuldade direcionada às instituições financeiras facilita o aparecimento de pequenos investidores externos.

Percebe-se também uma diferença menor no tempo que as instituições seguram as suas ações nos Estados Unidos se comparados aos outros países. Segundo Tirole (2001), o tempo médio de retenção das ações por parte das instituições americanas é de 1,9 ano, um período pequeno se confrontado ao mercado de ações japonês, que as retém por períodos muito mais duradouros.

O resultado da elevada dispersão acionária verificada nos Estados Unidos é que os proprietários não conseguem administrar a empresa, pois tal tarefa exigiria um alto nível de coordenação. O que eles fazem é delegar as responsabilidades administrativas a profissionais contratados². Assim, pode-se dizer que uma característica do modelo americano de Governança Corporativa é a distância que os acionistas têm da direção (*Arm's Length*)³ e a importância do conselho de diretores que age em seu nome.

² Esta descrição de corporação que retrata a separação entre a propriedade bastante dispersa e a administração é associada ao trabalho de Berle (Adolf) e Means (Gardiner), encontrado no estudo *The Modern Corporation and Private Property*. Segundo os autores a separação da propriedade do controle fez surgir a classe de administradores, que exerceram grande poder econômico, sem grandes benefícios para os acionistas, uma vez que esses não tinham um domínio efetivo sobre as ações de dentro da empresa. A principal preocupação de Berle e Means é que a elevada concentração de poder nas mãos de poucas pessoas poderia fazer declinar a competitividade do mercado (Weinberg, 2003).

³ *Arm's length* é a forma utilizada para explicar a alta dispersão da propriedade e o baixo controle dos acionistas sobre a administração (Xu e Wang, 1997).

Weinberg (2003) mostra que, quanto mais concentrada a propriedade, maior a participação dos acionistas e investidores nas negociações e no monitoramento da administração. No entanto, essa concentração tem um custo que está embutido na não diversificação do risco por parte do investidor.

A legislação que rege as corporações nos Estados Unidos exige a existência do conselho de diretores para o controle da empresa. Eleito pelos acionistas, é o responsável pela indicação e supervisão dos altos executivos. Se a administração não desempenhar satisfatoriamente o que lhe foi determinado, a responsabilidade será do conselho.

Quando os escândalos nas grandes empresas americanas vieram à tona, a opinião pública pressionou o Congresso para que esse criasse uma legislação capaz de resgatar a confiança no mercado investidor. Muitos achavam que algo precisava ser feito para enfrentar o abalo provocado pelas notícias sobre concorrências fraudulentas, negligências dos conselhos em fiscalizar os relatórios contábeis e atuação de maus administradores.

A crise serviu para que fosse exigido do conselho um maior controle do conselho sobre a administração e sobre as firmas responsáveis pela auditoria, cuja integridade estava comprometida, o que trouxe profundos prejuízos a todas as partes envolvidas. A funcionalidade e a composição do comitê de auditoria são itens que têm merecido especial atenção em muitos códigos pelo importante papel que este desempenha no atendimento dos interesses dos acionistas e na promoção da confiança do investidor.

Assim, o sistema corporativo americano vem sendo alvo de inúmeras políticas que buscam restabelecer a confiança do investidor. Basicamente o que o Congresso e a *Security Exchange Commission* (SEC) fizeram foi elaborar um conjunto de leis que garantissem, através de medidas que exigissem maior independência para os diretores, e relatórios contábeis mais detalhados, segurança ao investidor (Oxley, 2002).

Uma dessas medidas foi a criação, em 2002, da lei Sarbanes-Oxley⁴, que não é nada além de um esforço legislativo endereçado às questões de Governança Corporativa nos Estados Unidos. Segundo Weinberg (2003), a lei foi criada visando aumentar a

⁴ A lei foi criada pelo senador Paul Sarbanes, de Maryland, e pelo deputado Michael G. Oxley, de Ohio, (Oxley é chefe do Comitê dos Serviços de Finanças dos EUA). Segundo Oxley, informação precisa e completa é essencial para toda a sorte de tomada de decisões. A lei Sarbane-Oxley tem tido grandes implicações nos conselhos corporativos, comitês de auditoria, relatórios financeiros, e a regulamentação da profissão de contador e auditor. A sua aplicação está sendo estudada em muitos países como parte dos esforços para melhorar a Governança Corporativa nos mercados emergentes.

responsabilidade e reformar as práticas contábeis corporativas. Em última análise, seu objetivo é alterar os incentivos oferecidos à administração da empresa e aos seus auditores de forma a reduzir a frequência das fraudes nos seus relatórios financeiros.

Atendendo as exigências da Sarbanes-Oxley, tanto o presidente quanto o executivo que responde pelas finanças da empresa passam a ser responsáveis pelos seus resultados financeiros, possibilitando que as pessoas se concentrem nos resultados reais e nos fundamentos do investimento em contraste com a bolha especulativa verificada na década de noventa. O seu conteúdo comporta questões relativas às profissões, tanto de auditor quanto a de corretor de títulos americanos. No que diz respeito às empresas que lançam títulos, a norma lança mão de obrigações aos altos executivos da empresa para com os comitês de auditoria e também busca uma maior independência dos diretores do comitê.

A Sarbanes-Oxley não diz respeito a Governança Corporativa de uma forma geral. Fala do aumento da responsabilidade sobre os altos executivos e das penas por possíveis violações, além de estabelecer mecanismos que regulamentam as firmas de auditoria que prestam serviços para as empresas cujas ações são vendidas publicamente. No entanto, se tais exigências fossem desejadas pelos investidores, elas poderiam ser instituídas sem a necessidade de uma legislação.

Para muitos, a Sarbanes-Oxley é considerada uma pedra fundamental na restauração da confiança nos mercados americanos no despertar dos escândalos corporativos. Pesquisas recentes dizem que ela está liderando uma transformação de cultura nos conselhos das corporações e tem proporcionado mudanças positivas nas suas auditorias e procedimentos de conformidade. Por outro lado, embora as mudanças impostas por ela e pela bolsa de valores tenham sido bem intencionadas, no longo prazo elas não serão benignas, pois poderão ter um efeito adverso muito grande na maneira como as empresas operam e como a economia americana funcionará no futuro. Além disso, segundo Weinberg (2003), a total eliminação da fraude – mesmo que possível – nem sempre é desejável. Isto porque a sua eliminação apresenta um custo, que deverá ser arcado por alguma das partes. Ou seja, a redução da fraude só é economicamente viável se o custo marginal da aplicação da lei for menor do que o ganho social advindo da melhora do relatório financeiro. Esse pode vir na forma da redução do risco percebido pelos investidores, que são mais propensos a empregar o seu capital em empresas de capital aberto.

Glassman (2004) diz que muitas das reformas lançadas pelo governo dos Estados Unidos para punir os responsáveis pelos escândalos que se abateram no setor corporativo americano em 2001 foram desnecessárias e, em muitos casos, produziram efeitos mais negativos do que positivos. Para ele, ao retirar o seu dinheiro e direcionando-o para investimentos mais seguros, os investidores foram muito mais eficientes na punição de empresas e grupos que não protegeram adequadamente os seus interesses⁵.

Mesmo com a crise que se abateu sobre o mercado de ações nos Estados Unidos, imaginava-se que o abalo na confiança dos investidores seria muito mais profundo e comprometedor. No entanto, o que se percebeu foi a permanência do investidor, só que muito mais exigente e criterioso nas decisões de onde e quando investir. A razão pela qual o americano permaneceu investindo é muito simples: o sistema financeiro nos Estados Unidos goza de boa reputação. O investidor tem conhecimento das inúmeras crises que atingiram o mercado e como este soube ser capaz de resolvê-las. Nenhuma das crises ocorridas ao longo da sua história serviu para qualquer mudança da inclinação que o americano tem ao risco, o que demonstra a importância de um sistema financeiro e corporativo estáveis. O mercado de ações nos Estados Unidos vem elevando seus padrões de exigência, marcando para baixo os preços das ações de empresas com muitas dívidas ou práticas de contabilidade questionáveis.

2.1.2 Modelo Japonês de Governança Corporativa

Uma característica bastante particular do modelo japonês de Governança Corporativa é a existência do *keiretsu*⁶. Segundo Krainer (1997), *keiretsu* é um agrupamento de empresas – financeiras ou não – onde a concentração acionária é cruzada, ou seja, cada empresa no *keiretsu* possui uma participação acionária de todas as empresas do grupo.

⁵ Um exemplo do exagero que muitas vezes a legislação impõe, é a exigência de se buscar a máxima independência dos diretores do conselho, quando, segundo Mark Hulbert, editor do *Hulbert Financial Digest*, no *The New York Times*, não há qualquer relação entre a independência do conselho com o desempenho da empresa. Tampouco qualquer indício de que a dependência seja a causa dos escândalos ocorridos no mercado americano.

⁶ *Keiretsu* são empresas agrupadas segundo os seus interesses em comum. Sessenta e cinco por cento das empresas japonesas pertencem ao *Keiretsu* bancário enquanto que 17% pertencem ao não bancário. Segundo Milgrom and Roberts (1994), *Keiretsu* são formas institucionalizadas de relações de longo prazo que existem nas empresas japonesas. De fato, elas não são instituições no sentido da palavra. O *Keiretsu* se forma através da compra de ações, dos negócios e empréstimos. As instituições, livremente, escolhem para quem emprestar e vender, ou de quem comprar. O *Keiretsu* simplesmente capta as consequências dessas escolhas. São seis Os principais grupos corporativos *Keiretsu*: Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo, Fuji, Daiichi-kangyo, e Sanwa (Yoshiro Miwa e J. Mark Ramseyer, 2004).

No *keiretsu* bancário o acionista principal é o banco, enquanto que no *keiretsu* não bancário o acionista principal é uma outra empresa (Kaplan e Ramseyer, 1996). Um dos efeitos do *keiretsu* é que até recentemente era praticamente impossível um investidor externo obter controle dentro do *Keiretsu* através da simples compra de títulos no mercado de ações. Segundo os autores, no que diz respeito ao modelo japonês de Governança Corporativa, investidores externos não são solução para a separação da propriedade do controle administrativo. A solução parte dos bancos e investidores internos, que determinam a estratégia da empresa.

O forte vínculo das empresas que compõem o *keiretsu* beneficia os grupos industriais japoneses na medida que possibilita financiamento mais fácil a qualquer membro que esteja passando por dificuldades financeiras.

Essa é uma das razões da elevada concentração acionária verificada no mercado de ações japonês, concentração essa que desestimula a entrada de pequenos e novos investidores. Glassman (2002) mostrou que no Japão somente 8% da população investe no mercado de ações, o que é um número bastante baixo levando-se em conta o tamanho da economia. Deste pequeno número de acionistas, 5% detém 33% das ações no mercado. O mesmo estudo concluiu que as barreiras por uma forte Governança Corporativa no Japão permanecem: muitos interesses da administração e dos acionistas não estão alinhados e direitos de propriedade pouco claros para os investidores estrangeiros.

Jensen (1989) afirma que o modelo corporativo no Japão apresenta os acionistas praticamente sem qualquer poder, e o conselho de diretores composto quase que exclusivamente por pessoas que pertencem ao quadro da empresa. O *keiretsu* se utiliza muito da influência intercorporativa sobre a dívida da empresa e sobre a posse de grande volume de ações nas mãos dos bancos. Para o autor, tal estrutura tem propiciado aos administradores japoneses um monitoramento e restrições cada vez menores. A menos que os acionistas e credores descubram meios que impeçam que os administradores se comportem como administradores americanos, as empresas japonesas correm o risco de fazerem aquisições e operações bastante dispendiosas. Isso gerará, como resultado de longo prazo, um crescimento e ineficiência da burocracia até o ponto de se exigir um maior controle corporativo para que se evite excessos.

Enquanto nos Estados Unidos se busca um modelo de Governança Corporativa em que conselho de diretores sejam tão independentes quanto possível, no Japão, 95% das

empresas possui – no máximo – dois diretores e que não pertencem aos seus quadros (Monks e Minow, 2001). Muitas das grandes empresas japonesas contam com um número de conselheiros que varia entre 10 a 20 executivos, hierarquicamente distribuídos de acordo com as realizações individuais, ou pelo tempo de serviço dentro da empresa.

Mesmo entre os diretores do conselho que não são empregados a independência não é total, uma vez que nas grandes empresas japonesas os membros externos do conselho atendem aos interesses dos maiores credores, enquanto que nas empresas menores os diretores externos representam os interesses das firmas com as quais elas fazem negócios.

Essa baixa independência do conselho de diretores somada à elevada concentração acionária estimula o controle sobre a direção da empresa. Embora com uma estrutura corporativa idêntica a encontrada nos Estados Unidos, no Japão o controle não é separado da gestão. Assim, enquanto nos EUA o conselho de diretores atende os interesses dos acionistas, no Japão a função do conselho é atender os interesses da empresa. Até porque os membros do conselho são empregados da empresa.

O sucesso do modelo japonês, na visão de Stiglitz (1985), é decorrente do forte controle das instituições financeiras sobre as decisões administrativas e sobre as operações internas da empresa. Além disso, as instituições financeiras têm um importante papel contra as aquisições hostis. O banco principal controla, tanto a emissão de títulos como a dívida da empresa, e a sua influência ajuda a superar o problema de *free-riding*, que coloca, frente a frente, os pequenos investidores e os credores.

Para Hoshi (2003), o sistema de Governança Corporativa japonês se caracteriza por ter seu melhor desempenho em economias que contam com mercados financeiros ativos e que apresentem um monitoramento de baixo custo. Por outro lado, reconhece-se a importância de atender as necessidades do *stakeholder* para maximizar os interesses do acionista no longo prazo⁷.

Já Garvey e Swan (1995) argumentam que esse controle nas mãos de poucos obstaculiza a entrada de acionistas médios, dificultando assim a democratização do mercado. No Japão, a opinião das instituições financeiras – como acionistas majoritários – tem um peso muito maior do que a dos acionistas minoritários, que, por isso, adotam um comportamento passivo. Kester (1986), por sua vez, conclui que o modelo japonês evita qualquer conexão

⁷ Segundo Hoshi, sob o ponto de vista japonês, longo prazo compreende um período superior a dez anos.

entre os ganhos dos acionistas e o bônus oferecido aos administradores, diminui ainda mais a atração que pequenos investidores possam vir a ter. Segundo o autor, muitos administradores se entrincheiram sob os *keiretsu*, produzindo um efeito negativo no desempenho dos investimentos das empresas, provocando retornos de investimentos bastante inferiores aos das empresas independentes.

Além de todas as diferenças apontadas, acrescenta-se ao modelo de Governança Corporativa japonês uma forte intervenção governamental e uma falta de transparência na contabilidade da empresa. Seria recomendável que as empresas japonesas adotassem algumas das práticas de Governança Corporativa utilizadas nos Estados Unidos, principalmente àquelas que dizem respeito a independência do conselho. No entanto, por questões culturais e estruturais, tais modificações são retardadas.

2.1.3 Modelo Alemão de Governança Corporativa

O modelo alemão de Governança Corporativa, em muitos aspectos, se parece com o japonês. Essas semelhanças decorrem do fato de tanto a economia alemã quanto a japonesa, terem sido arrasadas na Segunda Guerra Mundial necessitando recomeçar praticamente do nada. Enquanto as decisões visando resultados de curto prazo tornavam os Estados Unidos e Grã-Bretanha como os principais mercados do mundo, a Alemanha e o Japão formavam exemplos de sucesso e eficácia na captação de investimentos de longo prazo (Monks e Minow, 2001).

No modelo alemão de Governança Corporativa, os bancos são portadores da maioria das ações da empresa. Os acionistas as compram e as entregam às instituições financeiras, cujo direito é exercido de acordo com a sua participação acionária, constituindo-se em um agente fiduciário. Essa importante participação acionária torna essas instituições extremamente influentes sobre as decisões da empresa⁸. Os interesses desse tipo de acionista estão nas estratégias de longo prazo e não nos dividendos ou na valorização das ações. Se, por um lado, o envolvimento dos bancos auxilia no melhor desempenho financeiro da empresa, a elevada concentração acionária tem provocado preocupações sobre políticas de precificação

⁸ Segundo o relatório da *Oxford Analítica*, das 84 maiores empresas alemãs, 75 apresentam representantes dos bancos em seus conselhos supervisores e em 18 dessas o presidente do conselho é do *Deutsche Bank*. Para se ter uma idéia, o *Deutsche Bank* possui 28% da maior companhia Alemã, a *Daimler-Benz*.

monopolistas e práticas anticompetitivas do mercado. A forte participação das instituições financeiras no controle acionário na empresas alemãs dificulta as aquisições hostis.

Pelo relatório oferecido pela *Oxford Analítica*⁹ todas as empresas limitadas de capital aberto (AG) e todas as que não são de capital aberto, mas com mais de 500 empregados (GmbH), são obrigadas, por lei, a terem um conselho supervisor (*Aufsichtsrat*) e um conselho executivo (*Vorstand*). Esse sistema utilizando dois conselhos existe desde o século XIX e, desde 1949, tem sido adaptado para oferecer representação aos empregados. Os conselhos, supervisor e executivo, e a assembléia dos acionistas são os três órgãos legais da empresa e se reúnem anualmente.

Desde 1976, a lei alemã exige que um terço dos membros do conselho supervisor nas empresas pequenas seja eleito pelos seus empregados, enquanto que nas grandes – com mais de dois mil funcionários – estes podem escolher até 50% do conselho. Os demais componentes são escolhidos pelos acionistas (Monks e Minow, 2001). Tal arranjo oferece muito poder aos trabalhadores junto à administração. É preciso enfatizar que uma grande parte do conselho supervisor será escolhida segundo a lei alemã e não segundo as normas internas da corporação, o que é uma demasiada intromissão governamental nos assuntos internos corporativos.

Metade do conselho supervisor é constituída por não executivos, cuja eficácia depende basicamente do acesso e do entendimento que eles têm das informações sobre os negócios da empresa. Como dependem de como a informação é administrada, suas capacidades em desempenharem a função de supervisionar podem estar comprometidas na medida em que têm atividade integral em outra empresa.

O conselho executivo, por sua vez, é formado por comitês que avaliam a rotina da empresa e se apóia nas fontes internas de informação, embora esteja se valendo cada vez mais de informações externas. É eleito pelo conselho supervisor e possui alto grau de autonomia administrativa. Todavia, as decisões mais importantes devem ser confirmadas pelo conselho supervisor.

Na prática, a separação do conselho supervisor do conselho executivo não é rígida. Um membro do primeiro pode atuar no segundo e nas grandes questões sobre a vida da

⁹ Estes relatórios estão sumarizados no livro de Monks e Minow (2001)

empresa. Uma comissão, composta pelos dois conselhos, embora sempre impondo limitações legais a ambos, pode ser formada. Os dois tendem a atuarem juntos ao direcionar os negócios.

A empresa também deve informar e consultar os representantes dos empregados sobre as decisões importantes por ela tomadas. A forma dessa consulta é determinada por lei levando em consideração a posição dos seus representantes no conselho supervisor.

Quando o Estado – que não conhece todas as necessidades do mercado e tampouco todos os instrumentos para satisfazê-lo – constitui regulamentos que determinam a composição do conselho supervisor segundo o número de empregados da empresa, esquecendo sua natureza e trajetória, fica evidente o caráter coercitivo sobre elas. Este é um dos fatores que contribuem para resultados subótimos, razão pela qual o sistema apresenta desgastes.

O sistema alemão vem apresentando problemas na captação dos recursos necessários para competir no mercado internacional. Demonstrando um rigor crescente em relação às práticas de Governança Corporativa implementadas nos diversos países, os investidores não têm tolerado as más práticas de governança, que seguem restringindo os seus direitos, caso do atual sistema de governança alemão (Monks e Minow, 2001).

Buscando dinamizar o Mercado de Capitais alemão, a *Deutsche Börse* (Bolsa de Valores Alemã) criou o *Neuer Markt* (Novo Mercado). Ao assinar o contrato com o *Neuer Markt*, a empresa se compromete a cumprir uma série de requisitos que protegem o acionista minoritário, o que valoriza o preço das ações (Carvalho, 2002).

2.2 Governança Corporativa nos Países Desenvolvidos

Segundo Krainer (2002), as estruturas de governança e de propriedade variam mesmo entre os países desenvolvidos. Isto fica claro ao analisar os modelos de Governança Corporativa mais conhecidos. De um lado, temos os sistemas de Governança Corporativa das empresas japonesas e alemãs sob forte influência dos bancos. No outro extremo temos o modelo de Governança Corporativa americano, onde bancos e demais instituições financeiras tem muito pouca influência sobre as estratégias das empresas.

A França e a Itália também possuem um sistema interno de governança bastante forte. A diferença é que nesses dois países o principal investidor de grande parte das empresas

é o Governo e não os bancos. Uma das implicações dessa estrutura de propriedade, na visão de Krainer (2002), é que as empresas do governo não maximizam seus objetivos da mesma forma que a iniciativa privada¹⁰.

Para Gregory (1999), uma das características mais fortes da Governança Corporativa nos países desenvolvidos é a grande importância que ela dá ao conselho de diretores, cujas funções são elaboradas pelos comitês que os compõem. Por exemplo, na Austrália, Bélgica, França, Japão, Holanda, Suécia, Reino Unido e Estado Unidos, os comitês são fortemente recomendados, em particular o de auditoria.

Quanto às leis corporativas, Gregory (1999) mostrou que a França, Alemanha e Itália possuem normas mais restritas do que as exigidas nos Estados Unidos e Grã-Bretanha. Tais leis dizem respeito à composição do conselho, aos procedimentos para mudar a estrutura de capital, ao capital mínimo exigido, aos direitos de aquisição etc.

Quanto a União Européia, o bloco tem procurado incentivar e sistematizar a implementação das práticas de Governança Corporativa nos estados-membros. Seguindo o padrão americano, a coordenação prevê estudos sobre as ações de longo prazo na estrutura dos conselhos de diretores das corporações, bem como responsabilizar os diretores por violações comerciais da empresa.

No Japão, há sinais que demonstram que as empresas estão mudando seu modelo de gestão. Consideram a intervenção governamental feita através de regulamentação prejudicial para o sistema corporativo como um todo. Diferentemente de 1945, hoje estão em estágio avançado e em condições favoráveis para competir, não precisando do nível de proteção do Estado de antes.

2.3 Governança Corporativa nos Países Emergentes

Com a abertura da economia nos países do Leste Europeu, em partes da América Latina e da Ásia verificada nas últimas décadas, muitas empresas não mais se contentaram em competir somente no seu ambiente doméstico e partiram para a conquista de novos mercados. Durante o mesmo período, um grande avanço científico e tecnológico viabilizou para elas o

¹⁰ Nas empresas da iniciativa privada a questão do emprego não é tão relevante quanto para empresas cujo principal investidor é o Governo. Para as empresas privadas, o objetivo principal é maximizar o seu lucro. Por

acesso a informações relevantes a respeito de mercados mais distantes. Esse clima de transformação serviu para o forte incremento do comércio internacional e para um movimento de capitais sem precedentes, o que possibilitou grandes oportunidades para as empresas familiarizadas à competição e fortes ameaças àquelas não acostumadas a concorrência.

Nos mercados emergentes, os códigos de Governança direcionam princípios que são melhores estabelecidos em países desenvolvidos, pela necessidade de abertura de informações confiáveis que digam respeito ao desempenho e propriedade. No entanto, tanto nos desenvolvidos quanto nos emergentes, os códigos tentam descrever maneiras pelas quais os conselhos podem se posicionar para direcionar e supervisionar a administração.

A adoção de práticas de Governança Corporativa nos mercados emergentes recebeu um primeiro impulso do Banco Mundial que, preocupado com as crises internacionais, promoveu reformas globais de governança. As que assolaram os mercados da Rússia, dos Tigres Asiáticos e da América Latina ao longo da década de 90, demonstraram não haver uma estrutura capaz de transmitir segurança ao investidor. Elas tiveram o mérito de despertar os mercados para a necessidade de melhorar os seus padrões de governança. Monks e Minow (2001) resumem a importância da Governança Corporativa como um esforço para restaurar a confiança do investidor através da criação de um ambiente seguro para investimentos.

Gibson (2002) analisou a eficácia da Governança Corporativa em países emergentes e concluiu que neles ela é ineficaz, na medida em que aí o controle acionário está nas mãos de poucos. Ou seja, a rotatividade do presidente em empresas cuja concentração acionária é elevada não tem qualquer relação com o desempenho da mesma. Por outro lado, naquelas com baixa concentração acionária, é grande a probabilidade de o presidente perder seu emprego quando o desempenho da empresa for ruim, o que é um resultado parecido ao que foi encontrado por Kaplan (1994) em seus estudos sobre a Governança Corporativa nos Estados Unidos.

Nos países emergentes, as empresas estão sendo obrigadas a adotarem padrões de Governança Corporativa que tiveram êxito em economias desenvolvidas. Tais padrões consistem em buscar a maior independência possível do conselho, revelar os relatórios financeiros e o desempenho da empresa, e compartilhar a propriedade da mesma. No momento em que o proprietário decide adotar práticas de Governança Corporativa, percebe-se

não conseguem impedir a sangria nas empresas estatais, nos anos 90 a França e a Itália promoveram a venda de muitas delas (Krainer, 2001).

um melhor acesso ao capital e a mercados antes nunca pensados, e uma elevação dos preços das ações (Gouvêa et al., 2002).

Na Ásia, as melhores práticas de Governança Corporativa foram introduzidas na Coreia depois da crise de 1998. Naquele ano o país adotou uma lista de exigências a qual impôs que pelo menos 25% do conselho fosse independente. Este, por sua vez, deve incluir diretores que não pertençam aos quadros da empresa, mas que sejam capazes de desempenhar suas funções independentemente da administração (Gregory, 1999).

Campos et al. (2002) fizeram um levantamento sobre os investimentos em países emergentes e perceberam que neles os investidores – não importa se domésticos ou estrangeiros – vêm adotando padrões cada vez mais rigorosos de Governança Corporativa. Em empresas comprometidas com proteção dos direitos dos acionistas e constituídas de um conselho independente para supervisionar o desempenho da administração, os investidores investem com mais segurança. A confiança decorrente da boa governança tem custo, mas é recompensada pelo aumento do valor de mercado das ações da empresa.

Klapper e Love (2003) investigaram as práticas de Governança Corporativa e as medidas de proteção ao investidor no âmbito da empresa verificada nos países emergentes e demonstraram que uma melhor Governança Corporativa está altamente correlacionada com uma melhor performance operacional e maior valorização no mercado. Não é por outra razão que as economias mais desenvolvidas – Estados Unidos, Europa e Japão – são as que estimulam os mercados e que possuem instrumentos mais eficazes de proteção ao investidor. Paradoxalmente, os autores concluíram que, nos países emergentes, as boas práticas de Governança Corporativa são mais decisivas por contarem com um fraco sistema de apuração de fraudes e punição dos responsáveis.

Nos últimos anos, o fluxo de capitais tem igualado a pressão exercida nos países emergentes à pressão verificada nos desenvolvidos. Isso se deve ao fato de os investidores estarem usando os mesmos critérios para avaliar os processos da empresa, muito embora os mercados desenvolvidos apresentem um maior nível de proteção ao investidor. Isto aponta que, mesmo sendo indefinidas as estruturas de punição aos altos executivos, a Governança Corporativa nos países emergentes tem se mostrado eficaz para identificar as falhas administrativas graças a busca de uma maior transparência nas suas operações.

Os investimentos em mercados emergentes são sempre cercados de cautela, mesmo em países que apresentam rápido crescimento. As preocupações existem porque estes estão sempre sujeitos a abalos nas suas políticas macroeconômicas e instabilidade nas cambiais e fiscais, o que torna o conhecimento do risco de investimento nesses mercados muito superior àquele que é verificado nos mercados desenvolvidos. No entanto, uma elevada percepção desses riscos induz a empresa a rejeitar boas oportunidades de investimento e não avaliar corretamente o desempenho dos negócios existentes. Corporações enfrentam questões parecidas quando avaliam o histórico do desempenho dos investimentos nos mercados emergentes em termos de lucro econômico ou de comparação da taxa de retorno do capital *versus* o seu custo.

2.4 Governança Corporativa e o Mercado de Capitais

Esta seção enfatizará a relação entre o ambiente de Boa Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. Como os interesses dos investidores estão direcionados não só no retorno, mas também na segurança dos seus investimentos, eles se sentem atraídos por empresas que adotam boas práticas de Governança Corporativa.

No que tange ao Mercado de Capitais, Shleifer e Vishny (1997) mostram que a Governança Corporativa é o meio pelo qual os fornecedores de capital garantem para si o retorno dos seus investimentos, e a sua importância cresce na medida em que ela reduz o custo de capital da empresa.

Observa-se, no mundo, alguma diferença no foco da Governança Corporativa, diferença esta que impacta o Mercado de Capitais. Segundo Carvalho (2002), nos Estados Unidos e Reino Unido a Governança Corporativa privilegia os interesses dos acionistas e investidores, enquanto que nos demais países, entre eles o Brasil, ela baseia-se em evitar que os acionistas controladores não expropriem os minoritários.

Segundo Jensen (1989), empresa de capital aberto é uma invenção social de vasta importância histórica, embasada na capacidade de espalhar o risco financeiro sobre portfólios diversificados de milhões de indivíduos e instituições e permitir aos investidores customizar os riscos a sua circunstância e predileções particulares.

As corporações precisam de capital para conquistar novos mercados e para se manterem nele enquanto os investidores estão inclinados a aplicar seu capital depois de feitas uma série de ressalvas ao escolher onde e quando aplicá-lo. Nesse sentido, Monks e Minow (2001) resumem aspectos que auxiliam o estabelecimento da confiança ao investidor:

- Um sistema regulatório eficaz, capaz de minimizar as chances que o capital investido seja desperdiçado ou perdido, principalmente se os investidores são acionistas minoritários;
- Um conselho de diretores que realmente proteja os interesses dos acionistas;
- Uma contabilidade apropriada que dê uma visão real do desempenho da empresa;
- Um processo de votação justo, que permita a consulta dos investidores antes que seja tomada alguma decisão importante na empresa;
- Relatórios que ofereçam uma visão real do futuro da empresa;
- Liberdade para vender a suas ações pelo maior valor oferecido.

Esses procedimentos de Governança Corporativa são mecanismos que dão maior segurança ao investidor e aumentam o valor da firma. Os instrumentos oferecidos pela Governança Corporativa são utilizados, particularmente, por investidores que acompanham com especial interesse o sistema de compensação e incentivos implementados pela administração.

Como a apresentação de resultados confiáveis e claros aumenta o valor da empresa, a análise sobre as estruturas de governança a ser aplicada deverá oferecer ao investidor condições para avaliar qual empresa tem o melhor sistema de divulgação de informações e menos conflitos de interesses. Por outro lado, sem ter uma nítida visão do que está ocorrendo, o investidor terá demasiada cautela em fazer determinada aplicação, o que pode acarretar grandes perdas.

Estudos de Glassman (2002) demonstram que o mercado tem sido eficaz em recompensar as empresas que adotam fortes práticas de Governança Corporativa e em punir as que têm resistido fazê-lo. Como o preço que os investidores estão dispostos a pagar refletirá a qualidade da proteção a ele prometida, o empresário internalizará os efeitos adversos de uma deficiente proteção ao investidor que está disposto a comprar ações. A

habilidade da empresa em obter o capital exigido para a condução de um determinado empreendimento determinará a sua capacidade de sobrevivência.

Segundo Monks e Minow (2001), a firma deve ser avaliada de acordo com a sua capacidade de atrair capital a um custo inferior em relação aos gastos resultantes desse investimento. Uma firma que tenha baixo custo de capital pode sempre comprar mercadorias e expandir seu espaço com menos dificuldade do que a concorrência, aumentando o problema dos competidores.

O desenvolvimento do Mercado de Capitais é um importante componente para a alavancagem do crescimento econômico e social no longo prazo. A sua evolução permite um maior aporte de investimentos e constitui um incentivo à inovação, condição necessária para o desenvolvimento sustentado da economia. A sua importância reside no fato de ele abranger um maior número de empresas.

O Mercado de Capitais possibilita o fluxo de capital do poupador¹¹ para o investidor, que carece de recursos a um baixo custo, e o aproveitamento das oportunidades em toda a economia não se restringindo somente à empresa. Uma vez viabilizados pelo Mercado de Capitais e recebidos pela empresa, os benefícios contaminam a sociedade como um todo, através do aumento da renda, do bem-estar, dos empregos etc.

Ao permitir a negociação da participação acionária de uma empresa através da venda de ações – sem a necessidade da participação de instituições financeiras – o Mercado de Capitais, especificamente o acionário, facilita a diluição do risco de novos investimentos, promove a democratização e a socialização do capital e pulveriza a propriedade das empresas entre pequenos poupadores, diretamente ou através de fundos mútuos e de pensão.

No entanto, para que o Mercado de Capitais funcione bem ele precisa ocorrer em bases sólidas e em um clima de total transparência. Para isso, é necessário que os investidores tenham acesso à informações precisas, que podem ser obtidas através de bons programas de

¹¹ Para Nóbrega et al. (2000), nenhum Mercado de Capitais cresceu satisfatoriamente sem poupança. O veículo desse processo são os investidores institucionais: os fundos de pensão, os fundos mútuos e as seguradoras. Os investidores institucionais têm maiores excedentes de consumo e demandam alternativas confiáveis para aplicar suas poupanças, que garantam o longo prazo – incluindo a aposentadoria e a proteção do patrimônio contra certos eventos, proporcionem liquidez e ofereçam retornos razoáveis. Em termos macroeconômicos, a contrapartida da poupança é o investimento. Ao contrário do consumo, o investimento implica o aumento do estoque físico de capital da economia: prédios, instalações, infra-estrutura, máquinas, desenvolvimento de softwares, métodos, organizações, tecnologias etc. Para investir é necessário que ocorra, prévia ou simultaneamente, uma poupança. Nas economias modernas, na maioria dos casos, existe um longo caminho para que a poupança se transforme em investimento.

Governança Corporativa. Uma política de divulgação de informações que permita o máximo de segurança ao investidor é tão fundamental quanto buscar alternativas que ofereçam os melhores retornos sobre o investimento. As oportunidades serão maiores em mercados que ofereçam ao investidor um ambiente tranqüilo e seguro.

Ao abrir o seu capital, a empresa obtém os recursos necessários para a sua expansão e possibilita a diluição dos riscos entre os acionistas. Nóbrega et al. (2000) salientam, ainda, que o Mercado de Capitais aumenta a liquidez do patrimônio dos acionistas e a capacidade de endividamento da empresa. No caso das empresas familiares, lembram eles, o Mercado de Capitais soluciona os problemas de sucessão e auxilia a profissionalização da administração em função da maior transparência de suas operações, elementos que aumentam a sua eficiência microeconômica.

Segundo Procianoy e Comerlato (1995), sempre que o investidor minoritário delegar algum poder de decisão ao majoritário este poderá utilizá-lo em benefício pessoal. Para os autores, uma das maneiras para se resolver esses custos de agência relacionados com a transferência de riqueza é a reorganização societária no sentido de o grupo vir a negociar – no Mercado de Capitais – o seu resultado como um todo. O aspecto negativo dessa solução é a perda da oportunidade de alavancagem do capital próprio do controlador desse grupo.

2.4.1 Mercado de Capitais no Mundo

A internacionalização do Mercado de Capitais permite que melhores alternativas de investimento sejam buscadas a um menor custo de transação e de intermediação, além de melhores retornos (Nóbrega et al., 2000)¹². A globalização e as novas tecnologias de comunicação e informática, em especial a Internet, estão acelerando essa ampliação.

A queda de muitas barreiras comerciais e o avanço tecnológico estão contribuindo para o incremento do fluxo de capitais e para o aumento da correlação entre o movimento das Bolsas de Valores nos países desenvolvidos e o que se observa nos emergentes. Por essa

¹² Nóbrega et al. (2000) resumem que a função primordial dos mercados financeiros, em geral, e o Mercado de Capitais em particular, é aproximar os dois agentes do mercado: o poupador, que tem excesso de recursos mas não tem oportunidade de investi-los em atividades produtivas, e o tomador, que está na situação inversa. Por terem um sistema de poupança bem solidificado, os recursos para os investimentos são mais abundantes em países como os Estados Unidos, Grã-Bretanha, Alemanha e Tigres Asiáticos. Países como Coréia do Sul e

razão, os padrões de governança utilizados no Mercado de Capitais de países desenvolvidos estão sendo também utilizados nas economias emergentes, que apresentam uma baixa liquidez, se comparados a dos desenvolvidos. Isto ocorre devido aos elevados custos de transação e a deficiente estrutura de governança que ainda se observa nestes países; fatores que dificultam a captação de recursos.

Segundo Blumen (2004), as decisões de investimentos são baseadas na disponibilidade, velocidade e confiabilidade das informações. O que torna o Mercado de Capitais dos Estados Unidos o maior do mundo é o fato de ele apresentar elevado nível de transparência e precisão, o que facilita aos investidores a tomada de decisões mais racionais. Em 1996, o volume total de ações nos Estados Unidos era de 10 trilhões de dólares, maior do que qualquer outro ativo financeiro no mercado americano. Em 1998 esse montante era estimado em 15,1 trilhões de dólares. Nos EUA, 50% do volume total de ações está nas mãos de indivíduos e o restante é mantido por fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguro. Os instrumentos de poupança disponíveis para toda a população, especialmente os fundos de pensão, investem no mercado de ações e em títulos de longo prazo, ou seja, a maioria da população tem recursos – direta ou indiretamente – aplicados nesse mercado.

La Porta et al. (1998) mostraram que, países que adotam um sistema judicial herdado do *Common Law* tendem a proteger mais os investidores do que os herdados do *Civil Law*. Um dos meios de se atenuar os problemas advindos da baixa proteção ao investidor é desenvolver mecanismos que substituam a falta de segurança que o investidor percebe ao aplicar seu capital. Para fundamentar a hipótese de que uma elevada proteção legal sobre os investidores contribui para a dispersão acionária, os autores montaram um conjunto de dados onde listavam as dez maiores empresas de 45 países, todas elas de capital aberto e 100% privado. Uma concentração acionária média inferior a 30% foi encontrada somente nos Estados Unidos, Austrália, Reino Unido, Taiwan, Japão, Coreia e Suécia. Nos Estados Unidos, por exemplo, a concentração acionária média para as dez maiores empresas é 20 % (pelo fato de a Microsoft, Walmart, Coca Cola e Intel apresentarem uma elevada concentração acionária). Se os autores levassem em conta empresas menores, essa concentração seria ainda menor. Já países que apresentam sistema jurídico baseado no direito romano, as concentrações variam de 34 a 54% para as maiores empresas. As concentrações mais baixas são dos países da Ásia, cujas corporações são fortemente influenciadas pelos Estados Unidos.

Cingapura, apresentaram taxas de 35% e 46% do PIB, respectivamente, enquanto que o Brasil, nos seus melhores momentos, teve poupança doméstica pouco superior a 20% do PIB.

Zinsmeister (2003) traçou um quadro comparativo para demonstrar como o mercado de ações nos Estados Unidos está mais pulverizado e mais difundido se comparado com outros mercados do mundo. No mercado americano, cerca de metade dos adultos possui algum tipo de investimento enquanto que na Alemanha somente 10% dos adultos investem em ações. De acordo com uma pesquisa anual da Merrill Lynch, 24% dos adolescentes americanos são donos de ações, o que caracteriza um aprofundamento nos hábitos de investir. O estudo ainda demonstra que nos Estados Unidos os 5% maiores acionistas não controlam mais do que 25% das ações da corporação, enquanto que na Alemanha os mesmos 5% controlam 56% das ações. Na França, 5% dos maiores acionistas tem o controle de 58% das ações da empresa. Esses números comprovam que o poder financeiro nos EUA tem um perfil bem mais descentralizado do que aquele verificado na Europa, o que contribui para que o mercado americano apresente um pequeno risco de ter o valor de suas ações manipuladas.

Glassman (2002) sustenta que, em 1965, 15% das famílias americanas investiam direta ou indiretamente em ações. No início da década de noventa esse percentual subiu para 20% e hoje se acredita que mais da metade possuem algum tipo de ação. Uma razão para que isso ocorra é o fato de os americanos entenderem bem a natureza do risco do Mercado de Ações: as ações são voláteis no curto prazo, mas nem tanto no longo prazo.

Até 1985, as aplicações em títulos feitas por fundos de pensão nos Estados Unidos eram uma atividade que se restringia ao território americano. A partir de então o quadro mudou, de forma que, entre 1988 e 1998, os investimentos dos fundos de pensão aplicados no exterior pularam de 2% para 12%. O mercado britânico, devido ao seu tamanho, foi obrigado a ter uma atividade de mercado mais global (Monks e Minow, 2001).

Berndt (2000) apontou diferenças significativas encontradas na estrutura de propriedade corporativa, mesmo dentro do bloco das maiores economias do mundo. Nos Estados Unidos o Mercado de Capitais é aberto e disperso, ao passo que no Japão e na Europa a maioria das ações está nas mãos de bancos e grandes empresas. Além disso, na França, Alemanha e Itália são encontrados elevados níveis de concentração de propriedade e um Mercado de Capitais de pouca liquidez, ao passo que nos EUA e Reino Unido observa-se uma estrutura de propriedade bastante dispersa, e um Mercado de Capitais com maior liquidez. Enquanto que na Alemanha cerca de 700 empresas têm suas ações cotadas em Bolsa, na Grã-Bretanha esse número chega a cerca de 3000.

Um aspecto fundamental que favorece o Mercado de Capitais americano é a flexibilidade que ele tem para resolver seus próprios problemas. Se as crises e choques têm algum impacto no curto prazo, este impacto é superado pela confiança adquirida no longo prazo. Mesmo com todos os escândalos envolvendo a administração das empresas e firmas de auditoria, o mercado tem dado sinais de ser capaz de retomar o seu rumo, embora muitas vezes a opinião pública clame – erradamente – por uma interferência governamental. Analisando a forma como o mercado americano se comportou diante dos escândalos corporativos verifica-se que, mesmo antes de qualquer medida governamental no sentido de investigar, indiciar e punir os responsáveis, os investidores já tinham tomado a decisão fazê-lo deixando de investir nessas empresas.

O mercado é sempre eficaz em punir empresas que violam princípios básicos de governança. Mas, como coloca Glassman (2002), mercado não é tudo. Todo o país deve ter agências reguladoras com poder de propor regras e respaldo para aplicá-las. A força de um Mercado de Capitais livre está na sua capacidade de permitir que as empresas se estruturam de maneira que melhor agrade o perfil de investidores que elas desejam atrair. Isso oferece ao investidor uma ampla variedade de escolha com a qual ele pode calibrar os seus riscos.

A incerteza sobre o resultado de uma transação é fundamental para a mudança do comportamento das partes que compõem qualquer negociação, e como a incerteza leva a resultados subótimos, muitos economistas acreditam que as perdas justificam uma intervenção mais forte sobre o mercado. No entanto, é errado pensar que uma autoridade representando o Estado conheça os procedimentos do mercado tanto quanto o próprio mercado.

Para Mackenzie (2003), quando o mercado é livre, os investidores avaliam todos os custos e benefícios das suas tomadas de decisão indicando qual o melhor investimento. Mas é impossível antever o arranjo contratual ideal ou saber antecipadamente qual será o mais vantajoso. No entanto, abandonar o mercado significa abandonar o meio pelo qual se obtém o procedimento que dá a melhor resposta. Já que muitas das regras adotadas pelo Governo poderiam ter sido voluntariamente adotadas pelas empresas – se este fosse o desejo dos investidores – é fácil concluir que os benefícios verificados pelas regras impostas serão neutralizados pelos seus efeitos adversos. É importante notar que as mudanças que têm provocado uma melhor administração dos conselhos e um melhor desempenho dos auditores não ocorre devido as novas leis e regulamentos. Ela é resultado de uma mudança na cultura prevalecida nos conselhos e dentro das firmas de auditoria por pressão dos investidores.

2.4.2 Investimentos

Segundo Jensen (1989), as mudanças ocorridas nas empresas abertas nos últimos 20 anos surgiram por pressão de investidores ativos, na figura de grandes credores ou detentores de elevada quantidade de ações, e ocorreu em resposta ao desperdício e ineficiência verificadas nas empresas.

Investidores ativos participam das reuniões do conselho, monitoram a administração, e estão envolvidos na política estratégica de longo prazo da empresa que eles investem. Jensen (1989) afirma que eles estão criando um novo modelo de gerenciamento, influenciado por estruturas financeiras, por sistemas de compensação baseados no desempenho, levando em conta o direito de propriedade sobre os títulos e os contratos que limitam o abuso sobre o fluxo de caixa livre. No entanto, os elevados custos para atuar ativamente dificultam o envolvimento dos investidores nas principais decisões estratégicas de longo prazo. Os administradores corporativos, por sua vez, criticam investidores que utilizam a venda das ações como uma medida de proteção de seu portfólio. Ou seja, o que eles realmente procuram são investidores passivos, impossibilitados de vender seus títulos.

O momento atual permite que investidores exijam transparência e responsabilidade ao investir seu capital e, por isso, empresas de todo o mundo têm percebido que a melhor maneira de atrair os investimentos necessários é através de políticas de governança que vão ao encontro das exigências dos investidores, razão pela qual as empresas que adotam tais políticas tendem a ser mais valorizadas.

Freqüentemente as perdas nos investimentos podem ter um aspecto positivo na correção dos efeitos perversos de um período de euforia o que leva à necessidade de remanejamento de capital rumo a projetos mais promissores além de tornarem os investidores mais cautelosos, prevenindo, assim, o mercado de futuras bolhas. Nos dias atuais a cautela é mais crítica do que nunca, uma vez que a base do mercado financeiro fica prejudicada se os investidores não forem forçados a realizar as perdas que são conseqüências das suas próprias estratégias de investimentos.

Devido ao interesse da firma em atrair investimentos, percebe-se um maior fluxo de informações relevantes e precisas, o que diminui os custos relativos ao monitoramento da administração realizado pelo conselho. Assim, verifica-se que o comportamento dos

investidores contribui para a redução dos custos de agência, observados ao se separar a propriedade da gestão na empresa.

Chung et al. (2003) examinam de que forma e o quanto a estrutura de Governança Corporativa afeta a avaliação dos investimentos de capital e de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), ou seja, esta avaliação varia com a estrutura de governança. Os resultados dos estudos mostram que os investimentos de capital e de P&D não levam em conta os aspectos institucionais da firma, mas dependem muito das análises dos resultados e da composição do conselho. Isto porque, quanto maior o número de análises, mais apurado será o seu exame; e quanto maior a proporção de membros externos no conselho, maior o impacto do monitoramento sobre a gestão da empresa. Estes mesmos estudos mostram que os gastos de capital e com P&D, por si só, não garantem um maior valor para a firma. Para o mercado investidor, a avaliação dos gastos feitos pela corporação depende do quanto esses gastos são eficazes e lucrativos. Visando maximizar sua própria utilidade às custas dos acionistas, percebe-se que, quando o monitoramento é ineficaz – ou quando não há uma ligação entre gestão e controle – os executivos corporativos, freqüentemente, tomam decisões de investimento subótimas.

Assim, ainda segundo Chung et al., o nível de dispêndio de capital e de P&D, isoladamente, não é um indicador capaz de julgar o seu efeito nos gastos para o valor da firma. Deve-se prestar atenção se ele está sendo usado apropriadamente de forma a produzir produtos de melhor qualidade a baixo custo. Embora o controle sobre os gestores reduza o seu espaço, nota-se que a sua performance está relacionada positivamente, tanto com a proporção de diretores externos como pela percentagem das ações nas mãos dos investidores. Logo, é possível presumir que a avaliação de mercado da empresa está relacionada positivamente com a proporção de membros externos no conselho, e o monitoramento que estes exercem sobre os gestores da corporação.

A publicação de assuntos da empresa é uma questão altamente regulamentada em muitos países. No entanto, há espaço para revelações voluntárias por empresas além do que é exigido por lei. A maioria dos países concorda que diretores são necessários para expor seus próprios interesses e o desempenho financeiro nos relatórios anuais oferecidos aos acionistas. Geralmente isso é exigido por lei, mas alguns códigos de melhores práticas direcionam nesse sentido também. Da mesma forma, muito embora freqüentemente diretores estejam sujeitos às exigências legais no que diz respeito a qualidade das informações reveladas, um grande

número de códigos, tanto de países desenvolvidos quanto de países subdesenvolvidos descrevem as responsabilidades do conselho em abrir informação precisa sobre o desempenho financeiro da empresa (Gregory 1999).

Em uma economia de Mercado, os investidores são recompensados ao alocar corretamente seu capital e, para isso, se dispõem a correr riscos e a aceitar a incerteza, baseados em previsões sobre fornecimentos futuros, demanda, preços etc. E sobre esse cenário direcionam o seu capital para os setores da economia que lhes sejam mais atraentes. Assim, lucram ou sofrem prejuízo dependendo da precisão de suas previsões.

Shleifer e Vishny (1986) demonstram que empresas de capital aberto em países com baixa proteção ao investidor apresentam elevada concentração de acionária. A primeira razão é que nesses países os acionistas precisam de um capital adicional para monitorar os administradores de forma a evitar ser expropriado pelo administrador. A segunda razão é que, por serem mal protegidos, pequenos investidores talvez prefiram comprar ações a um preço tão baixo que empresas sintam-se pouco dispostas a emitir novos títulos. Uma demanda baixa estimularia concentração da propriedade. A concentração acionária, não raro, é eficiente, pois torna mais fácil monitorar a administração.

La Porta et al. (1998) afirmam que o direito sobre os títulos torna-se crítico quando os administradores agem de acordo com seus interesses e não dos acionistas. Esse direito dá aos investidores o poder de extrair dos administradores o retorno dos seus investimentos. Sem eles os investidores não são remunerados, o que dificulta futuros financiamentos para a empresa. No entanto, a visão que os títulos são inerentemente caracterizados por alguns direitos intrínsecos é incompleta, pois ignora o fato de que estes direitos dependem das regras e do aspecto legal que cerca a emissão dos títulos. O sistema legal e a sua aplicação são aspectos determinantes para o investidor saber que tipo de proteção ele terá.

Os diversos sistemas legais ajudam a explicar os diferentes financiamentos e estruturas das empresas nos diferentes países. O objetivo do trabalho de La Porta et al. é verificar se as leis que protegem o investidor diferem de país para país, e se essa diferença afeta as finanças corporativas. Especificamente, eles analisaram se regras mais restritivas, que reduzem as escolhas dos proprietários, são mais eficientes em proteger os acionistas do que regras mais flexíveis. Os autores juntaram dados de 49 países cobrindo as regras e analisaram os direitos dados aos investidores e a qualidade da aplicação dessas regras. Para os acionistas, algumas dessas regras dizem respeito ao poder de voto, facilidade em participar do processo

de votação e a proteção legal contra a administração. Quanto aos credores, as regras pretendem proteger seus investimentos através de ressarcimento em caso de *default*. Há fortes evidências de que a qualidade da aplicação da lei tem um efeito positivo no tamanho dos Mercados de Capitais.

Segundo La Porta et al. (1997) a capacidade da empresa em atrair capital externo varia com os diferentes sistemas legais¹³, importantes para determinar o tamanho e a abrangência do Mercado de Capitais de cada país. Isto é explicado pelo fato de um bom ambiente legal proteger o investidor contra o risco da desapropriação. A eficácia dos sistemas financeiros no mundo está relacionada com a diferença de proteção dada ao investidor contra a desapropriação, com o resultado das leis em vigor e com a qualidade da sua aplicação, que variam muito de país para país.

La Porta et al. (1989) afirmam ainda que os investidores são mais protegidos em países que adotam *Common Law*¹⁴, razão pela qual neles se verifica um mercado de capitais mais desenvolvido, não obstante o fato de ter maior probabilidade de se encontrar problemas de agência. Isso ocorre devido à separação da gestão da propriedade, característica das empresas de países que adotam a *Common Law*.

Por outro lado, em países que adotam *Civil Law*¹⁵, as empresas geralmente são controladas por famílias ou pelo Estado. Devido à fraca proteção aos investidores minoritários, as empresas estão sujeitas a menos problemas de agência. As leis variam ao longo dos diferentes países devido às diferenças na origem legal.

Países que adotam *Civil Law* dão aos investidores menos direitos legais do que os que adotam *Common Law*, independentemente do resultado percapita. Países que adotam *Common Law* dão forte proteção tanto para o investidor como para os credores, enquanto que os países que adotam *Civil Law*, a proteção é fraca.

Himmelberg e Hubbard (2002) investigaram o custo de capital em um modelo com proteção ao investidor. O modelo utilizado se refere às características do ambiente legal,

¹³ O ambiente legal é descrito como as regras jurídicas e a sua aplicação (La Porta, 1998).

¹⁴ *Common Law* se originou na Inglaterra e é amplamente adotada nas ex-colônias inglesas, entre as quais o Canadá e os Estados Unidos. Deriva de decisões feitas pelos juizes em disputas específicas, para serem a seguir incorporadas como leis escritas pelos legisladores.

¹⁵ *Civil Law*, um derivativo do Direito Romano, se apóia em estatutos e códigos legais. Diferentemente da *Common Law*, a Lei civil é desenvolvida com o objetivo é conceber regras normativas de conduta (Francis et al. 2001).

institucional e regulatório como um todo, o que facilita contratos financeiros entre os administradores e investidores externos. Estudando o efeito da proteção aos investidores direcionada no custo de capital, Himmelberg e Hubbard concluíram que uma maior participação acionária dos empregados da empresa e uma maior exposição ao risco resultará em menor investimento e maior custo de capital. Outro efeito de uma fraca proteção ao acionista é a elevação da concentração acionária que, por sua vez, também aumenta o custo de capital.

Segundo Weinberg (2003), mecanismos de controle disponíveis aos acionistas e investidores são oferecidos pelas leis que regem as corporações de cada país. Mas, também nesse caso, é necessário uma forte coordenação por parte do grupo de acionistas pois seus direitos estão limitados pela presunção geral de que a administração está melhor posicionada para tomar decisões nos interesses da empresa. O investidor deve ter bem claro quais as regras de mercado existentes em cada país ou bloco comercial, razão pela qual eles são atraídos por economias que apresentam melhores sistemas de proteção, através de um direito de propriedade claro e incondicional. Tais economias apresentam sistemas financeiros que oferecem grandes vantagens para empresas que buscam financiamentos externos. Elas contam com uma melhor proteção legal, que permite ao mercado financeiro capitalizar o investimento em melhores termos, favorecendo uma valorização nos preços dos títulos e um mercado de capitais mais abrangente.

A proteção propicia ao investidor a tranquilidade para dispor seu capital onde lhe parecer mais rentável e seguro. No entanto, percebe-se que maus investimentos atingem profundamente a vida das pessoas e da comunidade como um todo. Isto ocorre pelo fato de a responsabilidade limitada não implicar na inexistência de risco. Em outras palavras, o sistema corporativo limita a responsabilidade, mas não o risco, o que provoca um aumento de externalidade corporativa. Não é por outra razão que a responsabilidade limitada, combinada com a diversificação nos investimentos e o progresso tecnológico, tem possibilitado às corporações um grande crescimento.

As leis de proteção ao investidor, a contabilidade e os sistemas de auditoria, foram examinadas por Francis et al. (2001). Ele concluiu que uma forte auditoria é eficiente para forçar o cumprimento das leis e sugere uma maior harmonização dos padrões e formação de comitês. Para entender as práticas de Governança Corporativa de um país em relação a outro é preciso levar em conta não somente as melhores práticas, mas também a estrutura legal e

jurídica de cada um. Segundo os autores, o entendimento é importante em vista da relação existente entre o sistema jurídico empregado em cada país e o nível de proteção ao investidor. Por exemplo, sistemas jurídicos oriundos do *Common Law* protegem mais eficazmente tanto acionistas como credores enquanto os que adotam o *Civil Law* apresentam níveis mais baixos de proteção ao investidor.

Se comparado com os mais pobres, os países desenvolvidos apresentam um sistema legal melhor implementado. Naqueles que adotam um sistema jurídico baseado no *Civil Law* percebe-se um baixo nível de proteção ao investidor. Bebchuk (2002) explica que, ao empilhar leis que mais enfraquecem do que fortalecem o investidor, esses países os afugentam, pois, para assegurar um papel mais importante ao Estado, acabam fazendo um *trade-off* nocivo às partes envolvidas.

Não obstante, é possível adotar um programa similar, mesmo tendo aspectos jurídicos bastante diferentes. Nos países cuja proteção ao investidor ainda é inadequada, ao se valer de arranjos utilizados onde a proteção é mais forte, o resultado não será necessariamente o mesmo.

Em última análise, o que importa não é o custo dos arranjos que a empresa assume visando atrair os investidores, mas sim o quanto eles são eficientes em proteger os interesses daqueles. Ou seja, o custo final estará embutido no preço que os investidores estarão dispostos a pagar e será relacionado ao nível de proteção a eles prometido. Ao proprietário cabe internalizar os efeitos adversos da fraca proteção ao investidor. (Bebchuk 2002).

Como o conselho é o órgão designado para fiscalizar as ações do administrador, as suas atividades na empresa têm recebido especial atenção tanto nos mercados desenvolvidos quando nos emergentes. Mesmo que em alguns países emergentes se dê maior importância aos interesses dos *stakeholders*, os códigos de práticas de Governança Corporativa desses países se concentram na composição e atuação do conselho, no sentido de proteger e aumentar o investimento na corporação.

Neste capítulo foi visto que não há um modelo perfeito de Governança Corporativa, pois a trajetória de desenvolvimento e os aspectos culturais de cada país são fatores determinantes para a estrutura de governança empregada pelas empresas. Dentre os modelos apresentados, aquele que manifesta a maior atração sobre o investidor é o americano, pelo

fato de ele dificultar a concentração acionária, respeitar o direito do acionista e investidor, e oferecer um marco regulatório mais claro.

As práticas de Governança Corporativa estão dispostas de acordo com a cultura da empresa, em função da trajetória que ela percorreu. A implementação de um regime único para as mais diversas realidades constitui um problema de difícil solução já que regimes econômicos e jurídicos variam de país para país, o que exige medidas de governança também diferentes. Ao questionar se os bancos devem ter um papel ativo na governança das empresas – caso do Japão e Europa Continental – ou se eles devem agir como nos Estados Unidos, onde exercem função pouco importante, Tirole (2001) afirma que é preciso levar-se em conta o ambiente legal, fiscal e regulatório desses mercados.

Neste capítulo também se verificaram aspectos que cercam a proteção dada ao investidor, observando como os diferentes sistemas jurídicos – *Common Law* e *Civil Law* – apresentam resultados desiguais na apuração das fraudes e na punição dos responsáveis. Observa-se, então, que, em países cujos sistemas jurídicos adotam o *Civil Law*, a Governança Corporativa é mais crucial para as empresas devido ao fraco nível de proteção oferecido ao investidor.

No capítulo seguinte será visto como o Brasil tem enfrentado os desafios da internacionalização dos investimentos, e como a Governança Corporativa tem impactado o Mercado de Capitais brasileiro.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Nesse capítulo serão abordadas as dificuldades que os setores industriais e de serviços têm enfrentado para a adoção de boas práticas de Governança Corporativa no Brasil. Na seção 3.1 será abordado o Mercado de Capitais como importante fonte de financiamento para as empresas brasileiras. Serão focalizados os esforços que vêm sendo feitos no sentido tornar as empresas brasileiras mais atraentes ao investidor – doméstico ou estrangeiro – através da reforma da Lei das S.A. e da reforma da Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Na seção 3.2 se discutirá a criação e funcionamento do *Novo Mercado* pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)¹, como uma tentativa de melhorar os serviços oferecidos aos investidores.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa², os seguintes fatores têm sido determinantes para a transformação do setor empresarial brasileiro que vem ocorrendo desde o início dos anos noventa:

- As privatizações;
- O movimento internacional de fusões e aquisições;
- O impacto da globalização;
- Necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital;
- A intensificação dos investimentos de fundos de pensão;
- A postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

A abertura comercial que o Brasil atravessou no início dos anos noventa mostrou o quanto a estrutura e a cultura das suas empresas precisavam passar por mudanças. A partir de então muitas empresas vêm adotando políticas e programas que as têm tornado mais competitivas tanto no âmbito doméstico quanto no externo.

¹ A Bovespa é uma associação civil, possuidora de autonomia financeira, patrimonial e administrativa. No entanto, ela está sujeita à supervisão da CVM e seguidora de políticas oriundas do Conselho Monetário Nacional. O índice Bovespa é indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações mais conhecido no Brasil (Cavalcanti e Misumi, 2001, p.87).

² Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=61&IDp=2>>. Acesso em: jun.-2004.

No Brasil, igualmente ao que é observado em todo o mundo, o setor privado é o condutor do desenvolvimento das economias e é quem dita o seu ritmo. A internacionalização do comércio e do Mercado de Capitais, tem tornado esse setor altamente competitivo e carente de investimentos. Os investidores, por sua vez, são atraídos por empresas que possuem um bom nível de transparência e credibilidade, o que pode ser obtido através de bons programas de Governança Corporativa.

No enfrentamento dos desafios que a internacionalização do consumo e dos investimentos apresentava, um primeiro passo tomado pelas empresas foi a identificação das suas falhas, em particular, e as do setor, em geral, para, em seguida adotarem programas de qualidade que buscassem eliminar tais falhas. As políticas de Governança Corporativa foram importantes porque sinalizaram para o investidor que mudanças nos processos estavam sendo feitas, e com êxito.

A necessidade de mudanças profundas foi agravada pelos critérios mais rigorosos dos investidores, agora com mais opções de onde aplicar seu capital. Hoje, eles são atraídos pelos ambientes cujas regras de transparência são rígidas e cujas penas para quem descumprir a lei são duras. Por isso têm optado por empresas que apresentem uma gestão profissional e onde haja espaço para cobrar resultados da administração.

A mudança do perfil do setor industrial privado nacional foi provocada também pelas inúmeras fusões e aquisições que ocorreram ao longo da década de noventa e favorecidas pela entrada de capital estrangeiro. Segundo Gouvêa et al. (2002), as mudanças na paisagem competitiva do país, através das privatizações, a aquisição de empresas por multinacionais e novas gerações tomando o comando de empresas familiares, têm forçado as empresas brasileiras a mudar os padrões de governança no sentido de melhorar as suas capacitações estratégicas e ganhar acesso a capital e mercado.

No entanto, mesmo com todas as oportunidades que a adoção dos programas de Governança Corporativa tem trazido para as empresas brasileiras, muitas têm resistido em se ajustar à nova realidade. Um setor que tem tido dificuldades em adotar programas de Governança Corporativa é o estatal. A sua própria estrutura – resultado de décadas de ineficiência, má gestão e falta de recursos – tem contribuído para a incapacidade de solução dos problemas das empresas estatais. A ineficiência deve-se à políticas direcionadas ao setor que o tem “protegido” da concorrência, mas que, na realidade, tem funcionado como um tiro no pé, pois esquece que ela eleva sempre os parâmetros da produção e reduz seus custos.

Ainda, segundo Gouvêa et al. (2002), algumas empresas têm sido mais lentas em adotar práticas de Governança Corporativa devido ao medo dos proprietários em perder o controle e poder. Nelas são observados conflitos de interesses entre os acionistas e controladores e os acionistas minoritários, diferentemente dos Estados Unidos onde o principal conflito existente é o que ocorre entre os acionistas e os administradores. Como os investidores fogem de empresas onde não está muito claro o papel do administrador, ou se os interesses dos acionistas não são respeitados, percebe-se que muitas têm tido dificuldades em captar recursos de terceiros. Os autores dão mais uma razão para a resistência encontrada pelas empresas em adotar os padrões internacionais de Governança Corporativa no Brasil: para alguns empresários é interessante manter o poder concentrado, pois as decisões podem ser tomadas com mais agilidade e rapidez, o que é muito importante quando se está em uma economia instável como a brasileira. No entanto, eles mesmos sabem que não têm outro caminho senão o de separar a gestão da propriedade e que é preciso delegar o controle da empresa a profissionais.

Dentre as que têm resistido à implementação de programas de governança estão as empresas familiares, cuja participação no setor industrial brasileiro é importante. Os conflitos de interesses verificados nelas geram resultados subótimos pelo fato de o acesso de talentos estar restrito aos membros da família, além da propensão para perdoar a ineficiência e o comportamento negligente do seu executivo.

Estudos de Ventura (2003) mostram que as empresas familiares representam 35% das listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – Bovespa. Das vinte maiores empresas com ações na Bovespa, 28% são familiares. Para efeitos de comparação, a *Bain & Company* fez um levantamento sobre a porcentagem de empresas familiares entre as 20 maiores listadas nas bolsas de valores dos principais mercados, com o seguinte resultado: Inglaterra (4%), EUA (8%), Alemanha (13%), França (24%) e Bélgica (32%).

Como precisam de investimento para conquistar, recuperar e manter a sua fatia mercado, mesmo as empresas familiares estão revendo este posicionamento e partindo para a montagem de estruturas mais profissionais. Percebe-se uma transferência do poder de decisão do que detém a propriedade para administradores profissionais, o que tem provocado uma saída gradual das famílias dos altos cargos da administração e um aumento do custo da empresa para que os interesses dos proprietários e dos administradores estejam alinhados ao máximo (Ventura, 2003).

Isso tem contribuído para que os investidores percebam que o único critério para permanecer na administração é o desempenho e também para que os acionistas comecem a ganhar o espaço que antes estava nas mãos dos proprietários. A exigência que se tem hoje do gestor brasileiro é a mesma que se tem nos países desenvolvidos: que ele seja capaz de delegar tarefas adequadamente e apto a monitorar eficientemente o trabalho realizado pelos empregados.

Quanto às empresas brasileiras de capital aberto, verifica-se uma elevada concentração acionária. Um estudo de Gouvêa et al. (2002) mostrou que, no Brasil, 3% dos acionistas controlam 85% das ações das empresas. No setor industrial brasileiro é comum encontrar proprietários compondo o conselho de diretores e participando da administração simultaneamente. Ou seja, mesmo nas empresas de capital aberto, a propriedade é concentrada e os acionistas têm forte controle sobre a administração, o que tem facilitado o surgimento de conflitos entre acionistas minoritários e majoritários. Os majoritários controlam as decisões enquanto que os minoritários devem se submeter a elas³. Traçando um paralelo com os Estados Unidos, percebe-se que este conflito é evitado pelo fato de a propriedade estar bastante dispersa.

Percebendo a necessidade que o setor industrial tem por financiamentos, o Congresso Nacional, em 2001, aprovou a Lei 10.303, que reformou a Lei 6.404/76, visando oferecer um maior grau de transparência e credibilidade para os investidores sobre as decisões tomadas dentro da empresa e sobre as operações feitas no seu interior. Tal modificação procurou fortalecer o Mercado de Capitais mudando a representação acionária das empresas e o perfil das suas decisões, melhorando assim a qualidade da Governança Corporativa das empresas brasileiras. Mudar a cultura e descentralizar o controle acionário no Brasil é uma tarefa difícil mas que deverá ser encarada se as empresas estiverem dispostas a conquistarem investidores domésticos e estrangeiros.

Um dos principais aspectos da Governança Corporativa no mundo é o conselho de diretores e o Brasil não foge à regra. A obrigatoriedade do conselho se restringe às empresas de capital aberto, de economia mista e de capital autorizado. No entanto, mais e mais empresas familiares brasileiras de grande e médio porte estão utilizando este importante instrumento de gestão de acionistas pela necessidade de separar a propriedade da gestão que a nova realidade tem imposto. Tanto é assim, que cerca de 60% já apresentam a presidência do

conselho de diretores e a presidência da empresa sendo exercidas por pessoas diferentes, o que configura uma mudança de perfil interessante nas suas altas direções (Ventura, 2003).

O Código lançado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, no parágrafo que se refere à composição do conselho da empresa, recomenda a independência da maioria dos membros do conselho. No Brasil, o conselho geralmente é ocupado pelos proprietários da empresa, que também a administram. No entanto, há uma idéia de que o perfil do conselho deva passar por mudanças e o primeiro passo a ser tomado é chamar profissionais que não pertençam aos quadros da empresa de forma a torná-lo o mais independente possível.

O que varia de um código para outro são os critérios utilizados para identificar o conselho como independente. Por exemplo, para Gregory (1999), o conselho é independente se o seu diretor não tem qualquer vínculo com a empresa a não ser através de uma pequena participação acionária. O diretor tampouco nunca pertenceu ao quadro da empresa, ou apresenta qualquer laço de parentesco com qualquer membro da administração. A sua compensação de diretor é feita através dos dividendos pagos pelas ações. Para Gouvêa et al. (2002), as mudanças poderão melhorar o desempenho das empresas se elas adotarem um processo de tomada de decisão mais disciplinado no nível do conselho, o que só pode ser feito se este tiver independência.

Embora muitas as boas práticas de Governança Corporativa levem a conselhos independentes, não se pode dizer que haja uma relação entre essa independência e o desempenho da empresa. Devido aos aspectos estruturais e culturais, esta relação é ainda mais difícil de se perceber no Brasil (Procianoy e Comerlato, 1995).

Na próxima seção, o trabalho tratará a relação das boas práticas de Governança Corporativa e o Mercado de Capitais, mais especificamente, o caso brasileiro. Será abordada a importância da criação do *Novo Mercado* para a captação de capital por parte das empresas de capital aberto.

³ O controle é exercido por quem tem a maioria das ações ordinárias, pois as ações preferenciais não dão direito

3.1 Mercado de Capitais no Brasil

O Mercado de Capitais é importante porque possibilita que as empresas tenham acesso a fontes de recursos que favoreçam a expansão de seus mercados. Devido à carência de recursos enfrentada pelas empresas, no Brasil a importância do Mercado de Capitais é ainda maior. No entanto, a Bovespa ainda apresenta um número pequeno de empresas listadas se compararmos com a Bolsa de Valores de Nova Iorque – NYSE. Enquanto na Bovespa são listadas 745, entre as quais 60 apresentam negociações diárias, na NYSE são aproximadamente 3600 e 2800 delas com negociação diária.

Segundo Carvalho (2000), embora fatores conjunturais, tais como altas taxas de juros e CPMF, sejam importantes fatores que inibem o crescimento do Mercado de Capitais no Brasil, é necessário considerar os fatores estruturais para explicar o pequeno número de empresas dispostas a abrir o seu capital. Para o autor, entre os desestímulos à abertura de capital, lista-se:

- Os elevados custos de abertura e de manutenção que oneram as empresas de capital aberto;
- A elevada concentração de mercado, que indica que apenas parcela pequena das empresas se beneficia do mercado. A elevada concentração pode ser explicada pelo baixo nível de proteção do qual gozam acionistas minoritários e credores no Brasil.

Entre as razões que explicam a elevada liquidez do Mercado de Capitais nos Estados Unidos, cita-se a maior facilidade de uma pessoa – física ou jurídica – adquirir uma empresa através da compra de ações. Como, a propriedade e o direito sobre ela são mais respeitados nos Estados Unidos, há um estímulo para se obter uma maior proporção de ações com direito a voto no mercado americano. A facilidade de negociação de títulos nos Estados Unidos tem atraído empresas do mundo inteiro para o mercado daquele país. Empresas brasileiras já têm autorização do governo para lançar o *American Depositary Receipt* (ADR)⁴.

a voto. Para o detentor de ação preferencial, o lucro é mais importante do que o controle da empresa.

⁴ Os ADR são recibos negociáveis que representam propriedade de ações emitidas por empresas não americanas. Esses recibos de ações são emitidos por um Banco nos Estados Unidos. O ADR oferece direito sobre todos os dividendos, e também sobre os ganhos de capital. Ele foi desenvolvido para facilitar o acesso de investidores americanos ao mercado de ações de outros países, dentro dos Estados Unidos, em condições e práticas de mercado muito parecidas àquelas que eles estão acostumados. Os investidores podem converter os seus ADR em ações da empresa e vir negocia-las no Brasil. (Cavalcante e Misuni, 2001).

Um outro fator que torna o Mercado de Capitais americano mais atraente do que o brasileiro é que neste há uma grande proporção de ações sem direito a voto, o que dificulta qualquer aquisição de empresa através da compra de ações no mercado. Ou seja, enquanto aqui a compra de títulos visa o lucro, nos Estados Unidos ela visa o controle da empresa.

Nesse sentido, a Lei 10.303/2001 é muito importante, pois obriga as empresas que estejam abrindo o seu capital a emitir somente ações com direito a voto⁵. A possibilidade de se adquirir uma empresa através da compra de ações constitui um importante incentivo para a entrada de novos investidores no mercado, o que pode favorecer um aumento do número de brasileiros que aplicam parte do seu patrimônio em ações. Segundo a Bovespa, entre cinco e oito milhões de brasileiros aplicam parte do seu patrimônio em ações ou em fundos de ações, número bastante inferior ao que é verificado nos Estados Unidos. Isso ocorre porque lá as regras são mais bem definidas e as informações oferecidas pelas empresas são mais precisas.

No Brasil, a maior parte dos investimentos efetuados por empresas de capital aberto foi realizada através de empréstimos ou capital próprio da empresa⁶. Segundo Kandir (*apud* Lobo, 2002), a liquidez do mercado de capitais brasileiro é prejudicada pelas regras que ora vigoram, pois elas ainda restringem novas fontes de financiamento, prejudicando a ação de novos investimentos em projetos inovadores.

A situação macroeconômica e seus efeitos sobre o mercado de capitais é, também, bastante distinta entre os dois países. Ao contrário dos Estados Unidos, a política de manter elevada a taxa de juros básica no Brasil, é um incentivo para o investidor aplicar em títulos da dívida de curto prazo. Os juros altos reduzem o valor real das ações pelos prêmios elevados que serão pagos pelas ações.

Há uma preocupação evidente do BNDES sobre as informações disponibilizadas pelas empresas que precisam de financiamento para algum projeto, razão pela qual o banco tem exigido a adoção de boas práticas de Governança Corporativa nas empresas. Tais práticas consistem na escolha de diretores qualificados e independentes, um maior respeito ao

⁵ A lei 6.404/76 estabelecia que para cada ação ordinária, a empresa podia emitir mais duas ações preferenciais sem direito a voto. Dessa maneira, o capital social da empresa podia ser dividido em: 1/3 (33,33%) de ações ordinárias e 2/3 (66,66%) de ações preferenciais. Como apenas as ações ordinárias têm direito a voto, com a metade de 33,33%, ou seja, 16,67%, era possível obter o controle da empresa. Com a Lei 10.303, a empresa se obriga a emitir uma nova ação ordinária para cada ação preferencial que for colocada no mercado. Assim, hoje o controle da empresa pode ser obtido com 25,1% do seu capital social.

⁶ Segundo Antônio Kandir (2002), o mercado de capitais forneceu apenas 10% dos recursos necessários para os investimentos.

acionista minoritário e relatórios mais confiáveis. Por exemplo, O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa lançado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em maio de 1999, diz que *“a governança corporativa visa o tratamento justo a todos os acionistas ou quotistas, a transparência das operações e das estruturas da empresa e a cobrança de responsabilidade do Conselho de Administração, do executivo principal, da diretoria e dos auditores independentes”*.

Para Cavalcante e Misumi (2003), tão importante quanto a Lei 10303/2001, foram as inovações verificadas na Comissão de Valores Imobiliários – CVM, uma entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda. A nova CVM assume muitas atribuições que eram de responsabilidade do Conselho Monetário Nacional. As inovações, feitas através do Decreto 3.995/2001, deram à CVM maior independência, autonomia financeira e orçamentária, e seus dirigentes passaram a ter mandatos fixos de cinco anos.

A CVM tem procurado incentivar as empresas a adotarem boas práticas de Governança Corporativa, no sentido de orientar as empresas nas questões que possam influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas majoritários e minoritários, buscando estimular o desenvolvimento do Mercado de Capitais brasileiro (Ventura, 2003).

Possibilitando ajustes de acordo com a nova realidade brasileira, a CVM tem procurado, em um primeiro momento, aumentar a proteção ao investidor. Para isso, ela conta com mais poderes e atua como agência reguladora. Segundo Cavalcante e Misumi (2003), são funções da CVM:

- Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- Proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- Evitar ou coibir modalidades de fraudes ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado.

Os fundos de investimentos são importantes instrumentos de poupança e seu patrimônio no Brasil, segundo a CVM, chega a 31% do PIB. Esse mercado está altamente concentrado nos títulos públicos, o que gera certo nível de insegurança em relação aos índices macroeconômicos. Por decisão governamental, os recursos aplicados nos fundos devem ter lastro e refletir seus valores de mercado, cotados diariamente. Se por um lado tal medida oferece uma maior transparência ao mercado, é preciso cuidar para que uma demasiada regulamentação não provoque uma fuga ainda maior dos investidores.

A CVM define Governança Corporativa como conjunto de práticas que buscam maximizar o desempenho de uma empresa ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. No que se refere ao Mercado de Capitais, para a CVM, a análise das práticas de Governança Corporativa envolvem principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. Para a comissão, uma vez que as boas práticas de Governança Corporativa determinam o nível e as formas de atuação dos investimentos de uma empresa, elas têm forte influência sobre o seu desempenho. Ao financiar as empresas, os investidores sujeitam-se ao risco de um comportamento indevido por parte dos acionistas majoritários ou por parte dos administradores da companhia.

Pela importância que a CVM tem depositado na Governança Corporativa, ela lançou uma cartilha onde relaciona algumas recomendações relativas às boas práticas de Governança Corporativa. Como bem salienta a própria CVM, não se trata de um conjunto de normas cujo descumprimento leva a alguma punição, mas padrões de conduta superiores aos exigidos pela lei, ou pela regulamentação da própria CVM, cuja finalidade – com esta cartilha – é estimular o desenvolvimento do Mercado de Capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança corporativa. Uma primeira preocupação da CVM é com a transparência, de forma que os investidores majoritários e minoritários tenham, com certa antecedência, informação do prazo de convocação das assembleias e das suas composições, bem como do processo de votação. Além disso, a empresa deve facilitar a obtenção, por parte do acionista, da relação dos acionistas e seu percentual de ações, e tenha acesso aos acordos que ela venha a ter com qualquer um deles.

Uma outra preocupação da CVM, que também consta na cartilha, diz respeito ao conselho de diretores, sua estrutura, função e responsabilidade. Segundo a CVM:

O conselho de diretores deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento. O conselho deve ter de cinco a nove membros tecnicamente qualificados, com pelo menos dois membros com experiência em finanças e responsabilidade de acompanhar mais detalhadamente as práticas contábeis adotadas. O conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia. Para companhias com controle compartilhado, pode se justificar um número superior a nove membros. O mandato de todos os conselheiros deve ser unificado, com prazo de gestão de um ano, permitida a reeleição (<http://www.cvm.gov.br>).

O número de diretores recomendado leva em conta que o conselho deve ser grande o suficiente para assegurar ampla representatividade e não tão grande que prejudique a eficiência. Como o conselho de diretores fiscaliza a administração, a CVM recomenda que as presidências do conselho e da empresa sejam exercidas por pessoas diferentes.

A proteção aos acionistas e investidores minoritários também é lembrada pela CVM ao recomendar que as decisões de alta relevância sejam deliberadas pela maioria do capital social, cabendo a cada ação um voto, independente de classe ou espécie. Uma outra forma de proteger os acionistas minoritários é se valer do *tag-along*⁷ onde o adquirente é obrigado a fazer oferta pública de aquisição das ações ordinárias não integrantes do bloco de controle por, no mínimo, 80% do preço pago por ação ordinária. Busca-se, com isso, um tratamento igual a todas as classes de ações por parte do adquirente. Ainda nesse sentido, qualquer divergência entre os acionistas e a administração da empresa, ou entre os acionistas majoritários e minoritários, deve ser solucionada por arbitragem, na tentativa de acelerar a solução dos problemas.

Quanto a proporção de ações com direito a voto, a CVM vem estimulando o predomínio destas ao compor o capital da empresa. Isto tem sido feito seguindo a Lei nº 10303/2001, que diz que as empresas abertas – constituídas antes da sua entrada em vigor – não devem aumentar a proporção de ações preferenciais acima do limite de 50%, como estabelecido pela referida lei para novas empresas abertas. As empresas que possuem mais de 50% de seu capital representado por ações preferenciais não devem emitir novas ações dessa espécie.

⁷ Segundo a Bovespa, *tag-along* assegura a extensão das condições oferecidas aos acionistas controladores aos demais acionistas, quando for transferido o controle da empresa.

A CVM também tem recomendado que os contratos entre quaisquer partes relacionadas se dêem com a devida transparência e expostas nas demonstrações financeiras, de forma que o conselho de diretores seja capaz de monitorar e fiscalizar a gestão da empresa.

3.2 Novo Mercado

A Bovespa tem dado especial atenção ao desenvolvimento de iniciativas que busquem uma melhora nos serviços aos investidores. Ela tem incentivado a adoção de políticas de Governança Corporativa nas empresas cujas ações ela comercializa, tornando o Mercado de Capitais cada vez mais interessado em empresas que optam por práticas de Governança Corporativa. O interesse é tal, que na cotação de muitas ações leva-se em conta as políticas de Governança Corporativa adotadas pelas empresas (Cavalcante e Misuni, 2001).

Percebendo a dificuldade que as firmas vêm tendo para financiar seus projetos, a Bovespa tem procurado aumentar a base de acionistas e investidores que participam no mercado. Nesse sentido, ela lançou ao final do ano de 2000 o *Novo Mercado*, um programa que buscou incrementar o Mercado de Capitais brasileiro com iniciativas que protegem o investidor através de regras que exigissem uma maior transparência. A iniciativa busca criar um ambiente mais adequado para que as empresas tenham condições de oferecer mais segurança aos investidores.

Compõe o *Novo Mercado* uma parte da Bovespa onde ações são emitidas por empresas que se comprometem com regras diferenciadas, quando comparadas às regras exigidas pela legislação Brasileira. Tais regras aumentam a transparência e segurança para o investidor, o que o que facilita a captação de recursos.

Nenhuma empresa é forçada a aderir ao *Novo Mercado*, que conta no momento com 24 empresas. No entanto, a partir do momento que assina o contrato, ele se submete às regras impostas, comprometendo-se, entre várias exigências, a oferecer informação tão precisa e clara quanto possível e a ampliar os direitos dos acionistas – majoritários e minoritários.

O *Novo Mercado* oferece vantagens tanto para a empresa disposta a aderir as suas exigências quanto para o investidor. A empresa que cumpre o que está determinado pelo *Novo Mercado* consegue uma melhor cotação nos preços das suas ações, o que possibilita um menor custo de captação. Para o investidor, por sua vez, o *Novo Mercado* oferece a vantagem

de maior transparência, que possibilita uma maior percepção a respeito das decisões relevantes dentro da empresa.

Para participar do *Novo Mercado*, a empresa assina um contrato com a Bovespa, e se compromete a cumprir uma série de condições, entre as quais (Cavalcante e Misumi, 2003):

- **Informações Periódicas:** elaboração de demonstrações financeiras e consolidadas da empresa, em bases trimestrais. Nessas informações há a obrigatoriedade de demonstrar os fluxos de caixa, de elaborar as demonstrações financeiras e as consolidadas de acordo com os padrões internacionais;
- **Alienação de controle:** quando houver alienação de controle deve haver o mesmo tratamento que era dispensado ao acionista controlador (*tag-along*). Há a obrigatoriedade de um percentual mínimo de circulação de ações depois da alienação do controle;
- **Transparência:** através de reuniões públicas anuais com analistas.
- **Distribuições Públicas:** facilitar a dispersão acionária ao ofertar as ações no mercado, manter a circulação de no mínimo 25% das ações e proibir a emissão de ações preferenciais.

Principais exigências para as companhias de Nível I

- Adoção de mecanismos que favoreçam, na oferta pública, a dispersão acionária.
- Manutenção de um percentual mínimo de 25% das ações em poder do público (*free-float*). Isto facilita a dispersão acionária.
- Proibição de emissão de ações preferenciais.
- Cumprimento de regras de divulgação, em operações envolvendo ativos de emissão da companhia, por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais as exigências de consolidação e fluxo de caixa etc.

Principais exigências para a companhia Nível II

Para aderir ao Nível II, a empresa deve cumprir, além do que está estipulado no Nível I, as seguintes obrigações:

- Publicação de Balanço anual seguindo as normas do *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* (US GAAP) ou do *International Accounting Standards Committee* (IASB GAAP). Segundo a Bovespa, ao seguir as normas e padrões reconhecidos internacionalmente, a empresa consegue uma melhor exposição perante os investidores estrangeiros cuja participação no mercado de capitais no Brasil já é significativa e vem crescendo. Além disso, ao utilizar padrões internacionais, os investidores brasileiros podem comparar as suas empresas.
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias nas mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais.
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias como transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesses entre o controlador e a companhia.
- Obrigatoriamente uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro no Nível II.
- Adesão à Câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários⁸. Esta cláusula é importante porque, através dela, os investidores ficam seguros a respeito da rapidez dos recursos perpetrados.
- Todos os membros do Conselho de Diretores passam a ter mandato unificado.

Enquanto no Nível I as empresas se obrigam a adotar regras que dêem aos acionistas controladores e minoritários os mesmos direitos e que viabilizem o acompanhamento das suas operações internas, o Nível II, pretende ampliar os direitos dos acionistas minoritários. Ou

⁸ Uma câmara arbitral funciona como uma Justiça privada, as decisões dessas câmaras têm força de lei e não são passíveis de recurso no Judiciário (Carvalho, 2000).

seja, o Nível II, se preocupa não só com a maior transparência mas com os padrões de Governança Corporativa adotados. Uma vez no Novo Mercado, as empresas têm seu desempenho medido pelo IGC – Índice de ações com Governança Corporativa (IGC). Segundo a Bovespa, o IGC é composto por empresas que compõem o Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. A metodologia da Bovespa para estipular o Índice pondera o valor das ações das empresas de acordo com a colocação da empresa, podendo ser *Novo Mercado* (peso 2), Nível 2 (peso 1,5) ou Nível 1 (peso 1).

Segundo Ventura, (Luciano Carvalho, 2003), o *Novo Mercado* reflete padrões estabelecidos na Europa, particularmente na Alemanha⁹. As empresas alemãs, ao ingressarem no *Neuer Markt*, se comprometem a adotar políticas que protejam os acionistas minoritários.

Ou seja, o *Novo Mercado* se inspirou no *Neuer Markt* e implementou uma relação contratual semelhante adotando, porém, regras ajustadas a realidade brasileira. A semelhança entre os dois programas se restringe a relações de algumas práticas exigidas por ambos, como as cláusulas de *tag-along*¹⁰ e a exclusão de ações sem direito a voto, no nível mais alto de classificação.

As regras exigidas pelo *Novo Mercado*, restritas para as empresas que aderem ao programa, visam, principalmente, aumentar a transparência da empresa e o direito dos acionistas minoritários como um meio de aumentar o valor da firma. Mesmo com as tais medidas atraindo novos investimentos, muitos acionistas controladores resistem em aderir ao *Novo Mercado* por não estarem dispostos a perder controle da empresa.

É difícil prever os efeitos do *Novo Mercado* nos preços das ações a médio e longo prazo, muito embora a primeira reação do Mercado investidor ao receber a notícia da adesão da empresa ao *Novo Mercado* é a imediata valorização das suas ações. Segundo Carvalho (2002), se por um lado o *Novo Mercado* provoca custos para a empresa devido ao *disclosure* de seus balanços trimestrais, dos seus demonstrativos de caixa, e de outras informações que podem comprometer a sua confidencialidade, ele traz benefícios também imensos na forma do aumento da liquidez das suas ações e do poder de barganha da empresa sobre os bancos.

⁹ Neuer Markt

¹⁰ Obrigatoriedade, quando na venda do controle, de compra das ações dos minoritários nas mesmas condições de negociação do bloco majoritário.

Neste capítulo discutiu-se o estágio da Governança Corporativa no Brasil e os esforços feitos no sentido de incrementar o Mercado de Capitais brasileiro. A criação do *Novo Mercado*, a instrução 358 da CVM e a Lei 10.303/2001 que reformou a Lei 6.404/76, vêm construindo um ambiente mais favorável aos novos investimentos, muito embora o número de empresas listadas na Bovespa ainda seja muito pequeno se comparado com o que é encontrado nos Estados Unidos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como as empresas precisam de recursos para modernizar seus processos e investir em novos empreendimentos, estes podem ser obtidos a um custo inferior se o investidor for suficientemente atraído pelos padrões de Governança Corporativa. Ao adotá-los, as empresas podem ser favorecidas tanto na captação de investimentos como no aumento do preço das suas ações no mercado. A transparência que tais padrões oferecem sobre as decisões relevantes tomadas no interior da empresa aumenta as garantias de que os interesses dos acionistas estão sendo observados ao máximo.

Por essa razão, a Governança Corporativa, que diz respeito às práticas que procuram alinhar os interesses dos administradores aos dos acionistas, tem sido muito lembrada para restaurar a credibilidade do Mercado de Capitais e conquistar a confiança dos investidores. Ela possibilita uma maior precisão das observações sobre as operações internas da empresa, que é fundamental na apuração das fraudes e seus responsáveis.

Na análise dos conflitos de interesses que surgem ao se separar a gestão da propriedade, o trabalho levantou, no capítulo 1, os aspectos importantes que sustentam a teoria econômica da firma: informação assimétrica, problemas de agência e diferentes percepções ao risco. Em um mundo cujo acesso à informação está cada vez mais dinâmico, o conhecimento que o investidor tem a respeito das operações de dentro da empresa, somado ao poder de decisão que ele tem nos assuntos relevantes a esta, tem sido fator decisivo para a atração de investimentos. A importância do investidor cresce na medida em que crescem as dificuldades da empresa em cobrir os custos de determinado empreendimento. A falta de recursos financeiros obriga-a a abrir o seu capital, e as condições de captação são determinantes para o êxito da manutenção e ampliação de tal empreendimento.

Discutiu-se, também, no capítulo 1, a estrutura de propriedade de uma empresa e como ela determina as relações entre os acionistas e investidores com a administração. Foi visto que, quanto mais dispersa a propriedade, maior é a dificuldade do proprietário em monitorar as ações do administrador. A atração de investimentos se dará, então, na medida que a empresa souber defender os interesses do investidor sobre as ações dos administradores, do conselho de diretores e auditores, o que é possível através das boas práticas de Governança Corporativa.

O capítulo 1 abordou, ainda, alguns mecanismos de Governança Corporativa utilizados para enfrentar os problemas de monitoramento e fiscalização na empresa. O capítulo enfatizou aquele que diz respeito ao funcionamento do conselho de diretores, criado para supervisionar a administração. No mundo, o conselho de diretores é um importante mecanismo interno utilizado para solucionar os conflitos de interesses entre a alta administração e os acionistas e investidores. Porém, este trabalho não chega a uma conclusão sobre a relação entre a independência, a composição e o tamanho do conselho de diretores com o desempenho da empresa.

Na análise dos modelos americano, japonês e alemão de Governança Corporativa abordados no capítulo 2, percebeu-se que não há um modelo perfeito, tampouco um padrão único de aplicação de boas práticas de Governança Corporativa. Elas devem ser utilizadas seguindo as características de cada economia, levando-se em conta as questões culturais e a trajetória de desenvolvimento percorrida pelos diferentes países.

Um exemplo disso foi a publicação, por parte da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, dos princípios de boas práticas de Governança Corporativa. A intenção da organização é estimular as economias, principalmente as emergentes, a criarem um ambiente propício aos investimentos e a montarem boas estruturas de governança. Porém, em função da heterogeneidade dos países, isso é feito observando suas particularidades legais, culturais e econômicas. Ou seja, não é intenção da OCDE copiar o modelo de Governança Corporativa de determinado país e exigir a sua implementação nos demais.

No entanto, devido à atenção que o modelo americano direciona aos acionistas e investidores, através do respeito à propriedade e aos contratos, o mercado de capitais nos Estados Unidos manifesta uma maior atração sobre o investidor. Também contribuem para a afluência de investimentos para o Mercado de Capitais americano, um marco regulatório bem mais claro se comparado aos demais, e a baixa concentração acionária das empresas de capital aberto nos Estados Unidos. Deve se enfatizar o fato de que a dispersão da propriedade é estimulada pelo respeito dispensado a ela. Assim, regras bem definidas quanto ao direito de propriedade, regulamentação inferior aos dos outros mercados e maior precisão das informações liberadas pelas empresas, determinam a elevada liquidez do Mercado de Capitais nos Estados Unidos.

Também foi abordada no capítulo 2, a importância dos aspectos legais dos diferentes sistemas jurídicos no mundo que produzem resultados desiguais na apuração das fraudes e na punição dos responsáveis. Nos Estados Unidos – país cujo sistema jurídico origina-se do *Common Law* – o controle acionário é pulverizado e a ingerência do Estado na atividade econômica, limitada, ao contrário do que é observado nos países que adotam o *Civil Law*. Nestes a proteção ao investidor é pequena, confirmando a idéia de La Porta et al. (1987) que concluíram haver uma relação negativa entre a concentração acionária e a qualidade da proteção legal oferecida aos investidores.

De acordo com a literatura sobre o tema, a Governança Corporativa é mais decisiva em países com fraco sistema de apuração de fraudes e de punição aos responsáveis. Em outras palavras, a Governança Corporativa tem importância crítica em países onde o investidor não é devidamente protegido.

No capítulo 3 a dissertação discutiu o estágio da Governança Corporativa no Brasil e como as práticas de Governança Corporativa têm beneficiado as empresas e o mercado de capitais brasileiros. As mudanças do perfil do setor industrial privado brasileiro na década de noventa denunciaram o despreparo e a defasagem tecnológica de grande parte deste, acostumado a um mercado doméstico não competitivo. Para recuperar, manter e conquistar novos mercados, as empresas se viram forçadas a implementar modificações estruturais e culturais direcionadas tanto para o mercado consumidor quanto para o investidor.

Buscando desenvolver o Mercado de Capitais brasileiro e inseri-lo no mercado de capitais internacional, mais do que nunca globalizado e dinâmico, foi preciso que uma série de ajustes fossem feitos de forma a estimular os investidores a aplicarem nas empresas de capital aberto no Brasil. Uma das medidas foi aumentar os poderes da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, para melhor atuar como agência reguladora. A Comissão lançou a instrução 358 com o intuito de incentivar a adoção de boas práticas de Governança Corporativa e oferecer aos investidores – majoritários e minoritários – informações sobre as assembleias, processo de votação, etc. A CVM percebe a importância de sinalizar para o investidor que os interesses destes estão sendo respeitados e defendidos, através da devida fiscalização e punição de empresas fraudadoras e manipuladoras de resultados.

Adicionalmente, o Congresso Nacional aprovou, em 2001, a Lei 10.303 que reformou a Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas). Dentre os vários pontos abordados na referida lei, destacam-se os que visam fortalecer e aumentar os direitos dos acionistas

minoritários. Enquanto nos Estados Unidos o principal conflito de interesses é aquele observado entre os acionistas e a administração, no Brasil, é entre os acionistas majoritários e minoritários.

Por fim, para proteger os investidores e facilitar a captação de recursos, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa), criou o *Novo Mercado*, que possui regras diferenciadas e mais rigorosas se comparadas com as da própria Bovespa. As regras não são impostas às empresas listadas em Bolsa, mas, ao aderir ao *Novo Mercado*, elas se comprometem a seguir as exigências nele contidas. A relação contratual busca padronizar os processos contábeis, aumentar a transparência e oferecer aos investidores minoritários os mesmos direitos dos majoritários.

Por ser o Brasil um país onde o direito à propriedade não é devidamente respeitado e o marco regulatório não é bem definido, o Mercado de Capitais Brasileiro busca compensar a fraca proteção ao investidor através da adoção de boas práticas de Governança Corporativa que atendam as exigências do investidor.

Muito embora se perceba resultados mais que satisfatórios da Governança Corporativa no mundo e o esforço por parte do governo brasileiro em promovê-la, há, ainda, alguma resistência de parte dos empresários que relutam em não abrir mão do controle de suas empresas em um ambiente de tantas incertezas e de tantas políticas macroeconômicas cujos resultados são contestáveis.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AOKI, Masahiko. Toward an Economic Model of the Japanese Firm. Journal of Economic Literature. v. 28, p.1-27, 1990.

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 2.ed. São Paulo, Editora Atlas, 2001.

BAINBRIDGE, Stephen M., Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance. UCLA School of Law. 2002. Disponível em <<http://papers.ssrn.com/abstract=300860>> Acesso 09 Abr 2003.

BARCA, Fabrício. Some Views on United States Corporate Governance. 1998. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=114540> Acesso Set 2003.

BEBCHUK, Lucian A., Asymmetric Information and the Choice of Corporate Governance Arrangements. Harvard Law School. 2002. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=327842>. Acesso 20 Mai 2003.

BEBCHUK, Lucian A., FRIED, Jesse M.. Executive Compensation as an Agency Problem. Harvard Law and Economics Discussion. Paper n. 421, Journal of Economic Perspectives, v. 17, summer 2003.

BERNDT, Markus. Global Differences in Corporate Governance: Systems Theory and Implications for Reforms. Harvard Law School, 2000. Disponível em <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/> Acesso 08 Mar 2004.

BLUMEN, Robert. Are Bubbles Efficient? Ludwig Von Mises Institute. Disponível em <<http://www.mises.org/fullstory.aspx?record=1432>> Acesso 03 Fev 2004.

BRICKLEY, James A.; SMITH, Clifford W. Junior; ZIMMERMAN, Jerold L. Managerial Economics and Organizational Architecture, William E. Simon Graduate School of Business Administration. University of Rochester. 2 ed. 2001.

CAMPOS, Carlos E; NEWELL, Roberto E.; WILSON, Gregory. Corporate Governance Develops in Emerging Markets. McKinsey on Finance, p. 15-8, winter, 2002.

CARVALHO, Antônio Gledson. Ascensão e Declínio do Mercado de Capitais no Brasil: a experiência dos anos 90. Ago de 2000 Disponível em <<http://www.econ.fea.usp.br/gledson/down/ascensao.pdf>>. Acesso 04 jul. 2004.

_____. Governança corporativa no Brasil em Perspectiva, Revista de Administração, São Paulo v. 37, n. 3. p. 19-32, Jul-Set 2002.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. Mercado de Capitais. 5 ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2003.

CHAMLOU, Nadereh; ISCANDER, Madgi. Corporate Governance: A Framework for Implementation. Disponível em <http://publications.worldbank.org/e-commerce/catalog/product?item_id=213536>. Acesso em Jun 2003.

CHUNG, Kee H.; WRIGHT, Peter; KEDIA, Ben., Corporate Governance and Market Valuation of Capital and R & D Investments. USA. Review of Financial Economics n.12, p. 161-172, 2003.

COASE, Ronald H..The Nature of Firm: Origins, Evolution, Development. New York: Oxford University Press, p. 18-33, 1937.

COCURULLO, Antônio. Gestão de Riscos Corporativos: Riscos Alinhados com Algumas Ferramentas de Gestão, São Paulo, Editora Scortecci, 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. 2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em Fev 2004.

COOMBES, Paul; WATSON, Mark.. Three Surveys on Corporate Governance. The Mckinsey Quarterly, nº 4, 2000. Disponível em <http://www.mckinseyquarterly.com/article_abstract.aspx?ar=965&L2=39&L3=3> Acesso Nov 2003.

CORE, John E.; GUAY; WAYNE R. and LARCKER, DAVID F. Executive Equity Compensation and Incentives: a Survey. Economic Policy Review. Federal Reserve Bank of New York. v. 9, n.1, Apr 2003.

DENIS, DIANE K. Twenty-five Years of Corporate Governance: research and counting. Review of Financial Economics v.10, p. 191-212, 2001.

EATON, B. Curtis and EATON, Diane. Microeconomia, São Paulo, Saraiva, 1999.

FELTON, Robert F.; WATSON, Mark., Change Across the Board. McKinsey Quarterly, 2002. Disponível em <http://www.mckinseyquarterly.com/ar_g.aspx?ar=1415&L2=39-16k> acesso Dec 2003.

FRANCIS, Jere R.; KHURANA, Inder K.; PEREIRA, Raynolde. Investor Protection Laws, Accounting and Auditing Around the World. University of Missouri-Columbia, Out 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=287652> acesso Nov 2003.

GARVEY, Gerald T.; SWAN, Peter L..The Economic of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm. Journal of Corporate Finance. v.1, p. 139-174, 1994.

GIBSON, Michael S. Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets? Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C. 2002. Finance and Economics Discussion Series.

GLASSMAN, James K. The Rise of Corporate Governance and the Democratization of Finance. 02 Abr 2002. Disponível em http://www.aei.org/search/sectionID.11.filter/news_result.asp> Acesso Ago 2003.

GOUVÊA, Alexandre; LAUCHEZ, Jean-Marc; LINDENBOIN, Patrícia. Brazilian Boardrooms. McKinsey Quarterly, n.2, 2002.

GREGORY, J. Holly. Corporate Governance Guidelines and Codes in Emerging Countries. United States:, disponível em <http://www.aei.org/search/sectionID.11.filter/news_result.asp> acesso Jan. 2004.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S., The Effects of Boards Composition and Direct Incentives on Firm Performance. Financial Management. United States.v.20, n 4, p. 101–112. 1991.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: a survey of the economic literature. Economic Policy Review. Federal Reserve Bank of New York. v.9, n.1, Abr 2003.

HIMMELBERG, Charles P.; HUBBARD, R. Glenn; LOVE, Inessa. Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital, 12 Fev 2002 Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303969> Acesso em Jun 2003.

HOSHI, Takeo. Understanding Japanese Corporate Governance. 1997. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10465> Acesso 19 Nov 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Códigos da Melhores Práticas de GC. 2003. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=864&IDp=3>>. Acesso Set 2003.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, v.3, n.4, p. 305-360, Out 1976.

JENSEN, Michael C. Eclipse of the Public Corporation. Havard Business Review; 60-70, 1989. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=146149>. Acesso Jun 2003.

_____. *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*. Journal of Finance, p. 831-80, 1993.

JOHN, Kose and SENBET, Lemma W.; Corporate Governance and Board Effectiveness. Journal of Banking & Finance. v.22, p. 371- 403, 1998.

JORION, Philippe; Value at Risk: a nova fonte de referência para o controle do risco de mercado. Bolsa de Mercadorias & Futuros, São Paulo, 1998.

KAPLAN, S; RAMSEYER, J. Those Japanese Firms with Their Disdain for Shareholders: another fable for the academy. Washington University Law Quartely. v.74, p. 403-18, 1996.

KAPLER, F., Leora. e LOVE, Inessa., Corporate Governance: Investor Protection and Performance in Emerging Markets. 2002. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303979> Acesso Fev 2003.

KESTER, W. C., Capital and Ownership Structure: a comparison of United States and manufacturing corporation, Financial Management. v.15, p. 5-16, USA, 1986

KRAINER, Robert. Corporate Governance and Business Cycle in G-7 Countries: do institutions really matter? 2000, disp. em <<http://www.nuff.ox.ac.uk/users/doornik/eswc2000/a/0049.html>> acesso Jan 2004

LAFFONT, Jean-Jaques; MARTIMORT, David. The Theory of Incentives: The Principal-Agent Model, Princeton University Press, 2002.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W.; Legal Determinants of External Finance. The Journal of Finance. v. 1, 2, n.3, 1997..

LA PORTA, R.; SILANES, F.; SHLEIFER; VISHNY Robert W. Law and Finance. The Journal of Political Economy. v. 106 n. 6, p. 1113-55, 1998.

LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. The Journal of Finance. v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LICHT, Amir N.; GOLDSCHMIDT Chanan; SCHWARTZ, Shalom H. Cultural, Dimensions of Corporate Governance Law, Law and Finance. Cultural, draft nº6 CFL6-SSRN.doc., 2001.

LOBO, Jorge. Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303/2001. Editora Forense, São Paulo, 2002.

MACKENZIE, D. W.; Markets and The Information Problem; Ludwig Von Mises Institute; Disponível em: <<http://www.mises.org/fullstory.aspx?control=1135&id=71>>Acesso Jan 2003.

MILGROM, P. e ROBERTS, J. Bargaining Costs, influence Costs, and the Organization of Economic Activity. In Perspective on Political Economy, Cambridge University Press. 1990.

MONKS, R.; MINOW, N. Corporate Governance. Massachusetts-USA: Blackwell Publishers, 1995.

NELSON, James. Corporate Governance Practices, CEO Characteristics and Firm Performance. Journal of Corporate Governance .Jul 2003.

NÓBREGA, Mailson da; LOYOLA, Gustavo; GUEDES, Ernesto Moreira; PASQUAL, Denise de. O Mercado de Capitais: a sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. Bovespa, maio 2000, disponível em <<http://www.bovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf>>, acesso Fev 2004.

Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Princípios de Governança Corporativa da OCDE. Disponível em <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso Out 2003.

OXLEY, Michael G.; Rebuilding Investor Confidence, Protecting U. S. Capital Markets. House Committee on Financial Services, 2002.

PALEPU, Krishna; KHANA, Tarun; KOGAN, Joseph. Globalization and Similarities in Corporate Governance: a cross-country analysis – negotiation, organization and markets – Harvard University. Working Paper nº 02-31, disponível em:< <http://papers.ssrn.com/abstract=323621>> Acesso Ago 2003

PERRY, Tod. Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover.,2000. Arizona State University Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=236033> Acesso Ago 2003

POLLAK, R. A Transaction Cost Approach to Families and Households Journal of Economic Literature. v. 23, p.581-608, 1985.

PROCIANOY, Jairo Laser; COMERLATO, Glória Maria B. A transferência de Resultados entre Empresas de Capital Aberto de um Mesmo Grupo Econômico. Revista de Administração, v. 29, n. 2, p. 38-48, São Paulo, Abr-Jun, 1994.

PROCIANOY, Jairo Laser; COMERLATO, Glória Maria B. Método Percentual: Redução de Custos de Agência em Grupos de Empresas Similares Abertas. Revista de Administração de Empresas, v. 35, nº 6, p. 30-9, São Paulo, Nov-Dez 1995.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração Financeira. Corporate Finance. Ludwig Von Mises Institute – Editora Atlas, São Paulo, 2002

SALIN, Pascal. The firm in a Free Society: following Bastiat's insights Journal of Libertarian Studies, v. 16, nº3, p.1-18, 2002.

SANTOS, Giovane Zanardo dos,. Independência do Conselho de Administração e sua Relação com o Desempenho da Empresa. Escola de Administração. UFRGS, 2002.

SHEARD, P. The main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan. Journal of Economic Behavior and Organization, v. 11, Issue 3, p. 399 – 422, 1989.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance. v. 52, n. 2, p. 737-83, 1997.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. Derivativos: Definições, Emprego e Risco. 2 ed. São Paulo: Editora Atlas, 1997.

STIGLITZ, J. E., Credit Markets and the control of Capital. Journal of Money, Credit and Banking, 1985

SWAAN C. DE AND NEIL W. C. HARPER. Getting what you for with stock options. The McKinsey Quarterly, n.1, 2003.

TIROLE, Jean: Corporate Governance. Econométrica, v. 69, nº 1, p. 1-35, 2001.

VENTURA, Luciano Carvalho. et al. Patrimônio e Sucessão: Como Garantir os Herdeiros e os Negócios. São Paulo, Maltese, 1993. Disponível em: <<http://www.lcvco.com.br>> Acesso Ago 2003

VENTURA, Luciano Carvalho. Notícias sobre Governança Corporativa. LCV News, ano 5, nº 30, Set.-Out. 2003. Disponível em: <<http://www.lcvco.com.br>> Acesso Ago 2003

XU, X.; WANG, Y. Ownership structure, Corporate Governance and firm's performance: the Case of Chinese Stock Companies. The World Bank, 1997.

YERMACK, D. Higher Market Valuation of Companies with Small Board of Directors. Journal of Financial Economics, v. 40, n. 2, p. 185-212, 1996.

WEINBERG, John A. Corporate Behavior – Economic Policy Review - Federal Reserve. v. 9; n. 1, Apr.2003.

WEISS, Ricardo. Avanços em Governança Corporativa no Brasil. Revista Exame, São Paulo, 13 Ago 2002.

WILLIAMSON, O. The Mechanism of Governance. New York: Oxford University Press, 1996.

ZANARDO DO SANTOS, Giovane. Independência do Conselho de Administração e a sua Relação com o Desempenho da Empresa. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Escola de Administração. Porto Alegre, 2002.

ZINGALES, L. Corporate Governance: the New Palgrave dictionary of economics and the law, University of Chicago. 1997. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46906 > acesso Jan 2004.

_____. Corporate Governance: University of Chicago; National Bureau of Economic Research (NBER); Centre for Economic Policy Research (CEPR); European Corporate Governance Institute (ECGI). Dez 1997. Disponível em < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226064 > Acesso Out 2003.