

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO - UNIFECAP

MESTRADO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE ESTRATÉGICA

GREGORIO MANCEBO RODRIGUEZ

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: IDENTIFICAÇÃO DOS
PRINCIPAIS FATORES QUE INIBEM A ADESÃO DAS
COMPANHIAS ABERTAS AO NOVO MERCADO DA
BOVESPA, SOB O ENFOQUE DE CUSTOS.**

São Paulo

2005

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO - UNIFECAP

MESTRADO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE ESTRATÉGICA

GREGORIO MANCEBO RODRIGUEZ

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: IDENTIFICAÇÃO DOS PRINCIPAIS
FATORES QUE INIBEM A ADESÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS
AO NOVO MERCADO DA BOVESPA, SOB O ENFOQUE DE CUSTOS**

Dissertação apresentada ao Centro Universitário
Álvares Penteado – UNIFECAP, como requisito
para obtenção do título de Mestre em
Controladoria e Contabilidade Estratégica.

Orientador: Prof. Dr. João Bosco Segreti

**São Paulo
2005**

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO - UNIFECAP

Reitor: Prof. Dr. Alfredo Behrens

Pró-reitor de Extensão: Prof. Dr. Fábio Appolinário

Pró-reitor de Graduação: Prof. Jaime de Souza Oliveira

Pró-reitor de Pós-Graduação: Prof. Dr. Alfredo Behrens

Coordenador do Mestrado em Administração de Empresas: Prof. Dr. Dirceu da Silva

Coordenador do Mestrado em Controladoria e Contabilidade Estratégica: Prof. Dr. Anísio Candido
Pereira

FICHA CATALOGRÁFICA

R696g

Rodriguez, Gregorio Mancebo

Governança Corporativa: identificação dos principais fatores que inibem a adesão das companhias abertas ao Novo mercado da BOVESPA, sob o enfoque de custos / Gregorio Mancebo Rodriguez - São Paulo, 2005.

193 f.

Orientador: Prof. Dr. João Bosco Segreti

Dissertação (mestrado) – Centro Universitário Álvares Penteado – UNIFECAP - Mestrado em Controladoria e Contabilidade Estratégica.

1. Novo Mercado Bovespa 2. Custos 3. Governança Corporativa

CDD 658.42

FOLHA DE APROVAÇÃO

GREGORIO MANCEBO RODRIGUEZ

GOVERNANÇA CORPORATIVA: IDENTIFICAÇÃO DOS PRINCIPAIS FATORES QUE INIBEM A ADESÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS AO NOVO MERCADO DA BOVESPA, SOB O ENFOQUE DE CUSTOS.

Dissertação apresentada ao Centro Universitário Álvares Penteado - UNIFECAP, como requisito para obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade Estratégica.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. José Roberto Securato
Universidade de São Paulo - USP

Prof. Dr. Cláudio Parisi
Centro Universitário Álvares Penteado – UNIFECAP

Prof. Dr. João Bosco Segreti
Centro Universitário Álvares Penteado – UNIFECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 29 de agosto de 2005.

Dedicatória

Aos meus pais Gerardo e Mercedes (“in memoriam”), pelo sacrifício despendido na minha educação, a minha esposa Jerusa, companheira de longa jornada, e as minhas filhas Juliana e Mariana, pela compreensão e apoio durante todo o tempo.

*“Nada de esplendido jamais foi realizado
exceto por aqueles que ousaram
acreditar que algo dentro deles
era superior às circunstâncias.”*

Bruce Fairchild Barton
(empresário, autor e político americano)

AGRADECIMENTOS

Primeiramente à minha esposa Jerusa e as minhas filhas Juliana e Mariana. Sua compreensão pelo tempo em que não pude estar com elas e o apoio de cada uma permitiu que eu perseverasse ao longo da jornada, para não me afastar do objetivo principal.

Ao Prof. Dr. João Bosco Segreti, pela sua orientação segura e serena, pela paciência de me apoiar nas horas mais difíceis e por sua compreensão e estímulo constantes.

Ao Prof. Dr. Cláudio Parisi pelo apoio na metodologia empregada neste trabalho e pelas sugestões e críticas na preparação do mesmo.

Ao Prof. Dr. José Roberto Securato que foi, talvez sem o saber, o incentivador da minha decisão de iniciar um programa de mestrado.

Aos demais professores do mestrado, cujos ensinamentos conseguiram transformar uma tarefa árdua em uma atividade prazerosa.

Ao meu grande amigo Sergio Ricardo Silva Schreiner, um dos maiores incentivadores para que iniciasse o programa de mestrado.

A amiga e mestre Mônica Mansur Brandão, cuja pesquisa sobre governança corporativa e extenso suporte bibliográfico em muito contribuíram para a consecução desta dissertação.

Aos profissionais de RI que gentilmente colaboraram com a pesquisa e em especial ao amigo Geraldo Soares, gerente de relações com investidores do Banco Itaú Holding Financeira S.A., por sua ajuda inestimável em me fazer compreender peculiaridades da atividade de RI e Governança Corporativa.

A Maria Helena Santana, superintendente executiva e de relações com empresas da Bolsa de Valores de São Paulo, pelo apoio e esclarecimentos acerca do funcionamento do Novo Mercado da BOVESPA.

Não menos importante, aos colegas da ANIMEC, em especial ao Roberto Mirabelli Gallo, pela sua colaboração incansável e ajuda na revisão dos textos.

A minha irmã Manuela Mancebo Rodriguez, pelo incentivo e presença constante na revisão dos textos.

Certamente, outras pessoas mereceriam estar citadas nominalmente neste espaço. Se não o faço, é para não cometer o deslize de esquecer de alguém. A todos vocês, o meu muito obrigado.

RESUMO

O desenvolvimento dos mercados de capitais nacional e internacional tem levado os investidores a exigir cada vez mais por parte das empresas, a utilização de boas práticas de governança corporativa, ao passo que tem se verificado o crescente aumento de custos para atendê-las. Os lançamentos de ações ocorridos em 2004 na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA foram direcionados para os segmentos do Novo Mercado e de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa - Níveis I e II, tendo em vista alcançar melhor precificação em seus valores mobiliários. No entanto, o número de empresas negociadas nesses segmentos especiais, ainda é relativamente baixo em proporção ao total de companhias abertas registradas na BOVESPA. O presente trabalho procurou identificar quais são os fatores inibidores para a adesão de maior número de empresas ao Novo Mercado da BOVESPA. Considerando-se os custos implícitos e explícitos das atividades de governança corporativa, procurou-se identificar se são os custos implícitos os que mais pesam na decisão dos gestores em aderir ou não ao Novo Mercado da BOVESPA. O estudo realizado constatou ainda que as empresas não segregam dos custos administrativos, os correspondentes às atividades de governança corporativa. Esta situação deriva das dificuldades em identificar nas atividades corporativas, quais as que corresponderiam àquela atividade, e de que forma elas deveriam ser apropriadas. O trabalho tem como objetivo contribuir na discussão e identificação dos fatores e dos custos (implícitos e explícitos) envolvidos na atividade de governança corporativa, com vistas a que mais empresas adotem boas práticas de governança e possam captar recursos mediante o lançamento de ações registrando seus valores mobiliários no Novo Mercado e nos segmentos Diferenciados de Governança Corporativa – Níveis 1 e 2.

Palavras Chave

Custos, Governança Corporativa, Novo Mercado-BOVESPA.

ABSTRACT

The development of the domestic and international capital markets has taken investors to increasingly demand the companies to adopt good corporate governance practices, while there has been a substantial increase in costs to comply with such practices. The public offerings of stocks that took place in 2004 at the São Paulo Stock Exchange – BOVESPA were driven to the New Market and Differentiated Practices of Corporate Governance – Levels I and II, aiming at reaching better prices for its securities. However, the number of companies listed in these special segments is still relatively low in comparison with all public companies registered at BOVESPA. The present study intends to identify which factors inhibit more companies to adhere to BOVESPA's New Market. Taking into consideration the implicit and explicit costs of corporate governance activities, the study looked for identifying whether the implicit costs have the most influence on the management's decision to adhere or not to the BOVESPA's New Market. The accomplished study also verified that the companies do not segregate from the administrative costs those correspondents to corporate governance activities. This situation arises from the difficulties of identifying amid the corporate activities, which are the ones that correspond to those activities

and in which form they should be accrued. The study aims to contribute to the discussion and identification of the factors and the costs (both implicit and explicit) involved in corporate governance activity, so that more companies adopt good governance practices and can raise funds through stock offerings listing their securities in the BOVESPA's New Market and Differentiated Practices of Governance Corporative – Levels I and II.

Key Words

Costs, Corporate Governance, New Market - BOVESPA.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	Visão da organização.....	19
Figura 2	Introdução gráfica sobre o foco do estudo.....	23
Figura 3	Governança corporativa e o Conselho de Administração	29
Figura 4	Elementos chave no processo de governança corporativa	30
Figura 5	Ambiente, modelos, e visões da governança corporativa	47
Figura 6	Propriedade, gestão e governança corporativa	61
Figura 7	Governança na empresa familiar – áreas de competência	87
Figura 8	Estrutura dos órgãos envolvidos com a governança corporativa	114
Figura 9	Conceito de governança corporativa utilizado pelas empresas pesquisadas.....	135
Figura 10	Estágio da governança corporativa nas empresas pesquisadas	136
Figura 11	Grau de importância atribuído as cartilhas de governança corporativa pelas empresas	137
Figura 12	Comitê de auditoria (Lei Sarbanes-Oxley) – criação ou não?.....	139
Figura 13	Estrutura do sistema de informações da controladoria e contabilidade com relação a governança corporativa	140
Figura 14	Fatores que inibem a adesão de novas empresas ao Novo Mercado da BOVESPA.....	141
Figura 15	Nível de conhecimento que as empresas têm sobre os custos envolvidos na atividade de governança corporativa.....	142
Figura 16	Conhecimento dos custos em governança corporativa e adesão ao NovoMercado da BOVESPA	143

LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Partes interessadas e interesses podem estar presentes em processos de governança corporativa de diferentes amplitudes	27
Quadro 2	Governança corporativa em 6 países	37
Quadro 3	50 anos de governança corporativa no Brasil	40
Quadro 4	Empresas controladas por famílias	62
Quadro 5	Fatores que aumentam a demanda por liquidez.....	63
Quadro 6	Modelos e visões da governança corporativa	67
Quadro 7	Práticas de governança corporativa no Novo Mercado – BOVESPA.....	77
Quadro 8	Atribuições legais do Conselho de Administração e Diretoria Executiva	99
Quadro 9	Custos implícitos das boas práticas de governança corporativa e da adesão ao Novo Mercado da BOVESPA	106
Quadro 10	Critérios para as decisões de alocações de custos	110
Quadro 11	Situações relevantes para diferentes estratégias de pesquisa	123
Quadro 12	Contas de custos de atividades ligadas à governança corporativa	153

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	Direitos dos acionistas e grau de desenvolvimento do mercado	72
Tabela 2	Efeitos da governança corporativa nos preços das ações	79
Tabela 3	Concentração de participação acionária	82
Tabela 4	Classificação dos custos da operação de abertura de capital.....	144
Tabela 5	Classificação dos custos com futuros aumentos de capital	145
Tabela 6	Atividades inerentes a governança corporativa	146
Tabela 7	Sugestão de apropriação das despesas com a governança corporativa	147
Tabela 8	Despesas incorridas com as atividades de governança corporativa	155

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
1.1 Contextualização	15
1.2 Justificativa para a realização da pesquisa	19
1.3 Situação problema	21
1.3.1 O problema da pesquisa	21
1.3.2 Objetivo da pesquisa	22
1.4 A organização do trabalho	22
2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O NOVO MERCADO DA BOVESPA	26
2.1 Considerações gerais	26
2.2 Conceituação e evolução da governança corporativa	27
2.2.1 Principais fundamentos da governança corporativa	29
2.2.1.1 Sistema de valores	30
2.2.1.2 A interação entre as partes relacionadas	31
2.2.1.3 Os propósitos estratégicos	31
2.2.1.4 O poder	31
2.2.1.5 A gestão	32
2.2.2 A evolução da governança corporativa	32
2.2.3 Governança corporativa no mundo	34
2.2.4 Governança corporativa no Brasil	38
2.3 Instituições e Organizações	43
2.4 Modelos e visões sobre a governança corporativa	46
2.4.1 Modelo financeiro	48
2.4.2 Nexus de contratos	49
2.4.3 Modelo dos públicos relevantes	50
2.4.4 Visão esclarecida dos públicos relevantes	51
2.4.5 Custos de transação	52
2.4.6 Visão da economia dos custos de transação	55
2.4.7 Modelo político	57
2.4.8 Modelo de procuradoria	58
2.4.9 Visão do capitalismo fiduciário	59
2.4.10 Visão da empresa familiar	60
2.4.11 visão informacional	64
2.4.12 visões adicionais	64
2.5 Governança corporativa e a empresa moderna	68
2.6 Governança corporativa e o Novo Mercado da BOVESPA	69
2.6.1 Segmento de listagem – Novo Mercado	73
2.6.2 Segmento de listagem – Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa – Níveis I e II	75
3 IDENTIFICAÇÃO DOS FATORES QUE INIBEM A ADESÃO DE EMPRESAS AO NOVO MERCADO DA BOVESPA, SOB O ENFOQUE DE CUSTOS	79
3.1 Fatores inibidores da adesão de empresas ao Novo Mercado da BOVESPA	79
3.1.1 Fatores culturais e de propriedade	81
3.1.2 Fatores de gestão e sucessórios.....	85

3.1.3 Fatores de representação nos conselhos de administração e fiscal	88
3.1.4 Fatores econômicos: prêmio de controle e prêmio de sinergia	92
3.1.5 Fatores legais	94
3.1.6 Fatores organizacionais: estrutura dos órgãos ligados a governança corporativa	96
3.1.7 Responsabilidade dos administradores	97
3.1.8 Resolução de pendências: Judiciário x Câmara de Arbitragem	99
3.1.9 Lei Sarbanes-Oxley (SOX)	100
3.1.10 Fatores relativos ao mercado de capitais	102
3.2 Governança Corporativa e o enfoque de Custos	104
3.2.1 Custos implícitos e explícitos no processo de adesão ao Novo Mercado da BOVESPA.....	104
3.2.2 Enfoque contábil e de custos	106
3.2.3 Custos: terminologia e alocação	107
3.2.4 Rastreamento e apropriação de custos	108
3.2.5 Custos administrativos “versus” custos em governança corporativa	111
3.2.6 Órgãos administrativos envolvidos com a governança corporativa	113
3.2.6.1 Conselho de Administração	114
3.2.6.2 Conselho Fiscal	115
3.2.6.3 Comitê de Auditoria	116
3.2.6.4 Auditoria Interna	117
3.2.6.5 Diretoria de Relações com Investidores	118
3.2.6.6 O <i>Chief Governance Officer</i> – CGO	118
3.2.6.7 Contabilidade e Controladoria	119
3.2.6.8 Outros órgãos envolvidos com a governança corporativa	121
4 MÉTODOLOGIA DA PESQUISA E ANÁLISE DE DADOS.....	122
4.1 Metodologia da Pesquisa	123
4.2 Características gerais da pesquisa; tipo e critérios de qualidade	125
4.3 Procedimentos adotados para o levantamento bibliográfico	126
4.4 Coleta de dados; estratégia, instrumento e dinâmica de coleta	128
4.4.1 Procedimentos adotados para a realização da pesquisa de campo	128
4.4.2 Procedimentos específicos para a elaboração do questionário	129
4.4.3 Coleta de dados	130
4.5 Considerações sobre os resultados da pesquisa	132
4.5.1 Aspectos preliminares	132
4.5.2 Resultados da pesquisa	134
4.6 Contribuição sobre a segregação dos custos das atividades de governança corporativa dos custos administrativos	149
4.6.1 Centro de custos das atividades ligadas a governança corporativa	150
4.6.2 Estudo de caso: estimativas de custos com a governança corporativa em uma companhia aberta de grande porte	154
5 CONCLUSÃO	157
5.1 Considerações preliminares	157
5.2 Conclusão	158
5.3 Contribuições para o estudo dos custos com a atividade de governança corporativa	161

REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS	163
APÊNDICES	
A – Questionário utilizado na pesquisa	170
B – Lei de SA. frente às boas práticas de governança corporativa	176
C – Termo de Autorização	182
ANEXOS	
Novo Mercado – apresentação.....	183

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Nos últimos 25 anos, tem-se assistido no mundo corporativo a inusitadas mudanças. Para Soares (2002, p.259), elas ocasionaram uma enorme revolução, pois as condições históricas de desempenho das empresas nunca estiveram sujeitas à ocorrência de tamanha quantidade de mudanças radicais em tão curto espaço de tempo.

Com o desenvolvimento das novas tecnologias e telecomunicações, o mundo tornou-se moderno, globalizado e fácil de ser acessado, mesmo nos lugares mais remotos. As empresas, por sua vez, têm passado por um intenso processo de adaptação a essas mudanças em todos os níveis: tecnológico, produtivo, organizacional e de poder.

Nesse sentido, as empresas do século XXI precisam estar sintonizadas com as mudanças que ocorrem nos mercados consumidores internos ou externos; estar aptas a colocar seus produtos junto ao público consumidor, no menor espaço de tempo possível, na quantidade e com a qualidade desejadas e com os menores custos de produção. Além disso, precisam concorrer com vários participantes de diversos países que disputam os mesmos mercados. Portanto, não basta ser eficiente e lucrativa, visto que a empresa também passa a ser julgada por outros ângulos, como os da governança corporativa e da responsabilidade ambiental e social. Dessa forma, afirma Soares (2002, p.259):

Em todos os lugares avançam os processos de desfronteirização, macroalianças, abertura e privatização de empreendimentos estatais. Ao desengajamento do estado como produtor contrapõe-se a constituição de novos megacompetidores, aumentando a densidade, o peso e a qualificação da concorrência em termos globais, ao mesmo tempo, avançam as exigências e as responsabilidades sociais atribuídas às empresas, levando ao surgimento e desenvolvimento de conceitos novos, como os de cidadania corporativa, lucro merecido e riqueza sancionada, que dão sustentação à concepção de empresa válida.

Diante do exposto, depreende-se que não basta **ser**, a empresa tem que **parecer**. Em outras palavras, cada vez mais ela é avaliada pela sua imagem, tanto interna quanto externa e essa não é uma questão a ser resolvida pelo *marketing*

institucional, pois sua complexidade abrange a forma como a empresa é identificada por todos seus públicos relevantes (*stakeholders*).

Para alcançar esse objetivo, as empresas devem implantar boas práticas de "governança corporativa". Entende-se esse termo, derivado de "*corporate governance*" na língua inglesa, como a orientação das políticas de estrutura e funcionamento das empresas, ou seja, a forma de governar a empresa e construir sua imagem.

Devido à existência de um conjunto de diversos públicos, cada qual com visões específicas sobre o tema, envolvendo campos de conhecimento diferenciados, como os da economia, finanças, contabilidade, teoria organizacional, direito, psicologia, ética, comunicação e teoria da informação, tornam-se complexas as definições de quais sejam as melhores práticas de governança corporativa. Nesse sentido, alguns órgãos como a CVM - Comissão de Valores Mobiliários, o IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo e a ANIMEC - Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais, têm tido a preocupação em divulgar "cartilhas" com as melhores práticas de governança corporativa, porém sem esgotar o assunto.

Como efeito dos escândalos financeiros de grandes empresas americanas, como a *Enron*, *WorldCom*, *TYCO*, *Arthur Andersen*, dentre outras, ocorridos nos últimos anos, o tema governança corporativa passou a fazer parte da ordem do dia. Vale ressaltar, contudo, que a atividade de governança nas empresas existe há muito tempo, porém, somente a partir de 1992 começou a ser tratada de uma forma conjunta e organizada, passando a ser denominada Governança Corporativa.

A governança corporativa diz respeito à forma como uma empresa está sendo administrada e tem a ver com liderança, estratégia e política empresarial. Ademais, estuda os relacionamentos de poder dentro da companhia e trata das melhores práticas que devem norteá-los. A *Organization for Economic Cooperation and Development* – *OECD*, explica o termo como o sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação a questões corporativas.

Dentro desse contexto, é possível situar a governança corporativa no Brasil em contraposição à forma como ela é apresentada em países que possuem mercados de capitais mais avançados. Dentre os vários modelos e visões de governança corporativa existentes (vide item 2.4), tem-se, no Brasil, uma maior presença do modelo financeiro com ênfase na visão da empresa familiar. Esse fato decorre de aspectos culturais enraizados, no qual se destaca a questão da propriedade das empresas e da concentração do controle das companhias em âmbito familiar, ou em torno de grupos de controle.

No moderno capitalismo e, principalmente, nos mercados de capitais mais desenvolvidos, as empresas têm procurado compartilhar a propriedade do capital para obter recursos de investimento a custos menores do que os obtidos junto a instituições de crédito. Segundo a *OECD*, a adoção pelas corporações de práticas de gestão confiáveis atrai investidores para o mercado de capitais, reduz custos de captação de recursos e alavanca o desenvolvimento da economia.

Assim sendo, os investidores tem exigido cada vez mais das empresas a adoção de boas práticas de governança corporativa, já que elas passam a ser avaliadas não somente pelo seu desempenho financeiro, mas também pela transparência de suas operações, responsabilidades sociais e ambientais e pelas políticas de remuneração aos seus acionistas. As companhias abertas que adotam boas práticas de governança corporativa têm tido suas ações negociadas nas bolsas de valores mais bem avaliadas pelos investidores, o que é fator diferencial na criação de valor da companhia (vide item 3.2 deste trabalho, tabela 2).

A moderna gestão empresarial tem dado ênfase cada vez mais o conceito da criação de valor para o acionista. Portanto, não basta ter somente uma boa gestão de custos ou produtos que atendam à conformidade de produção visando às necessidades do consumidor, ainda mais exigente. As decisões dos gestores devem estar embasadas em um sistema moderno de informações, obtidas por meio da contabilidade, atendendo ao princípio da continuidade da entidade e visando ao enfoque voltado à agregação de valor e criação de riqueza para os acionistas. Dessa forma, postula Van Horne (1998, p.57):

O objetivo de uma companhia deve ser a criação de valor para seus acionistas. O valor é representado pelo preço de mercado da ação ordinária da companhia, o qual, por outro lado, é uma função das decisões de investimento, financiamento e dividendos da empresa [...].

Já nas palavras de Padoveze (2002, p. 90):

O objetivo da governança corporativa é a criação de valor para o acionista. Ao incorporar este conceito, as empresas deixam de ser administradas exclusivamente pelo grupo majoritário e o conselho de administração eleito por este grupo majoritário, e passam a aceitar interferências de outros investidores institucionais.

As empresas que adotam o conceito de governança corporativa tendem a dar maior transparência de seus negócios e padrões contábeis e financeiros para o mercado, tornando-se empresas com maior aceitação geral e conseqüentemente, atrativas para investimentos.

Di Miceli (2002, p.133), em pesquisa realizada sobre o mercado de capitais no Brasil, conclui:

[...] de maneira geral, as variáveis de valor tiveram relação mais forte com as de governança do que as variáveis de desempenho, sugerindo que a estrutura de governança afeta mais a percepção dos investidores e conseqüente avaliação de mercado, do que o desempenho financeiro resultante das operações da companhia”.

Estudos recentes têm demonstrado uma mudança de paradigmas. Tanto no exterior como no Brasil, as empresas têm evoluído de uma situação na qual o papel de gestor da empresa era acumulado pelos proprietários das ações, concentrando todo o poder das decisões em um pequeno grupo de pessoas, ou, normalmente, na mão de um único controlador, representado pelo líder de uma família. Restrições de ordem financeira, como a capacidade de endividamento, levaram as empresas a abrir o capital para captar recursos junto a novos investidores. Então, o poder onipresente do controlador passou a ser colocado em cheque pelos novos acionistas, os quais, além de participarem dos resultados, desejavam também ter ingerência nos negócios da companhia.

As bolsas de valores e os órgãos reguladores passaram a exigir das empresas com ações listadas para negociação nos mercados de capitais a divulgação de demonstrações financeiras e de um número crescente de informações, para que os investidores pudessem melhor avaliar os investimentos que desejassem realizar mediante aquisição de ações dessas empresas.

O crescente nível de exigências fez com que as empresas se estruturassem, buscando a departamentalização e profissionalização dos diversos setores. Com isso, o poder dos proprietários foi paulatinamente passando para os gestores, o que acabou propiciando, nas grandes corporações, a nítida separação da propriedade, representada pelo conjunto dos acionistas, controladores ou não controladores, que passaram a fazer parte dos Conselhos de Administração. Por outro lado, as

atividades de gestão ficaram a cargo de profissionais especializados, atuantes nas Diretorias Executivas das empresas.

As boas práticas de Governança Corporativa passaram a ser exigência para a avaliação da companhia pelos diversos “*stakeholders*”. Nesse sentido, deve-se acrescentar à moderna visão da organização (além da Missão, Crenças e Valores) também a Governança Corporativa, como sugerido na figura 1, abaixo.

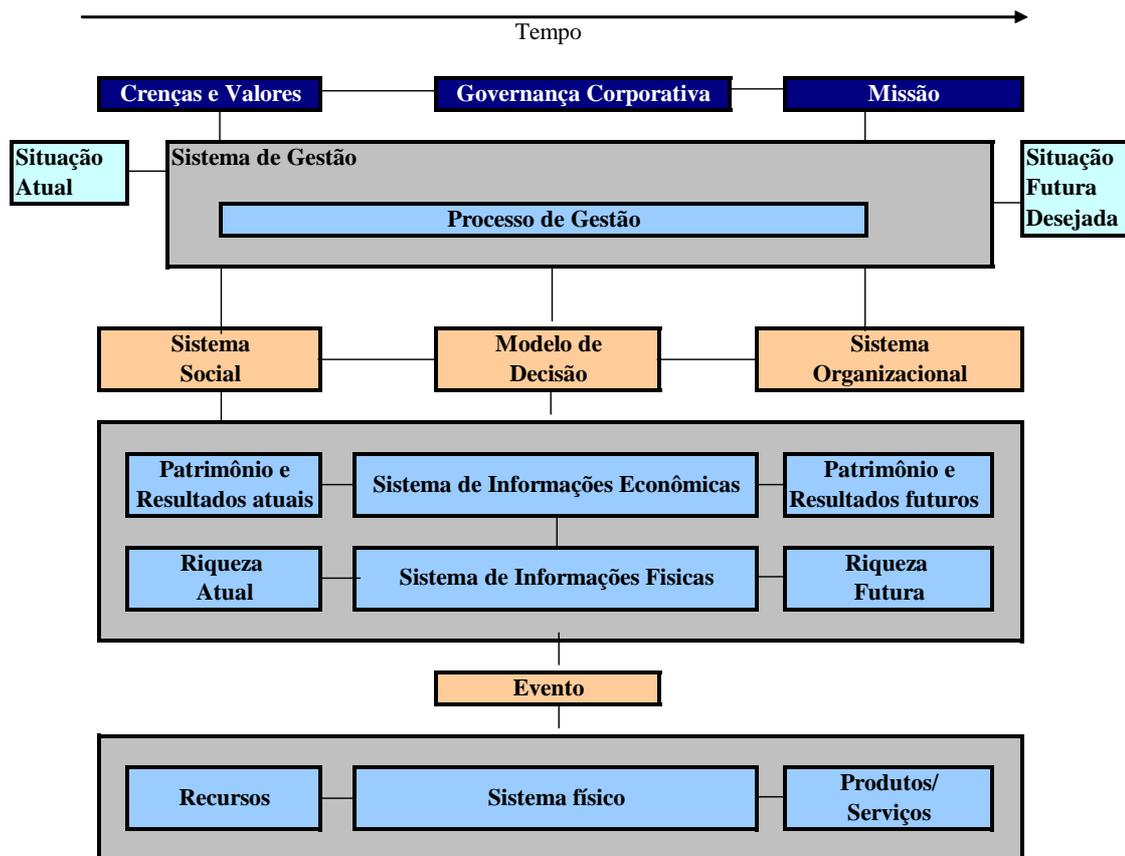


FIGURA 1 – Visão da Organização

Fonte: Almeida, Parisi e Pereira (1.999 p. 104) – Figura modificada pelo autor.

1.2 Justificativa para a realização da pesquisa

A governança corporativa entrou nos radares dos investidores a partir do ativismo implementado pelo *California Public Employees Retirement System (CalPERS)*, - fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia - EUA, que passou a exigir maior transparência das operações das empresas nas quais participava acionariamente. Assim, de acordo com Di Miceli (2002, p. 45):

O estopim para o movimento foi a recusa de uma oferta de compra da TEXACO em 1984 pelos seus executivos, prejudicando os acionistas, em um caso típico de defesa dos empregos por parte dos gestores. Após este caso, o *CalPERS*, adotou imediatamente uma resolução afirmando que, como investidor de longo prazo, não mais iria aceitar comportamento similar de outras empresas.

Em 1985, o *CalPERS* ajudou a criar o Conselho de Investidores Institucionais, que fez o *lobby* dos acionistas para alterar a legislação americana e proteger seus interesses. Esse movimento intensificou-se com os escândalos ocorridos nos mercados americano e inglês, na década de 90. Atualmente, a governança corporativa está na ordem do dia, e as empresas têm observado que, quanto maior transparência houver em suas atividades, melhor será o seu acesso aos mercados financeiros e de capital.

No Brasil, o movimento pela governança corporativa é mais visível nas companhias abertas negociadas na BOVESPA. Das cerca de 400 companhias de capital aberto listadas no mercado acionário brasileiro, aproximadamente 15% delas aderiram a um dos níveis de governança corporativa do Novo Mercado (níveis I, II e Novo Mercado) da BOVESPA.

O crescente movimento pela governança corporativa tem exigido, por parte das empresas brasileiras, a adoção de boas práticas de governança corporativa, evidenciadas em Códigos de Governança como os do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa; Novo Mercado da BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo e da ANIMEC – Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (cujo título é “Como os Acionistas não Controladores Olham as Empresas que Agregam Valor ao Ativo - Ação”).

Para atender à demanda dos diversos públicos relevantes (*stakeholders*), as empresas precisam adaptar suas estruturas de comando e criar uma nova cultura interna, pois passam a ser avaliadas pelo estágio de governança corporativa que praticam. Ao aderirem ao Novo Mercado da BOVESPA, elas assumem o compromisso de atender a determinado número de práticas de governança corporativa e, ao adotarem essas práticas, passam a ter suas ações mais bem avaliadas pelo mercado (melhor precificação). Possibilitando às companhias a captação de recursos por meio do lançamento de ações ou de debêntures, em melhores condições, tanto no mercado de capitais nacional como no internacional.

Considerando-se que, após quatro anos de sua implantação, o número de

empresas que aderiram ao Novo Mercado da Bovespa ainda é relativamente pequeno, torna-se, importante identificar quais os fatores que inibem uma maior adesão de empresas ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA. Adicionalmente, é vital propor, no âmbito da Contabilidade e Controladoria Estratégica, alternativas que possam contribuir para modificar tal situação.

1.3 Situação problema

A necessidade da captação de recursos de longo prazo por parte das empresas a custos cada vez mais atrativos para fazer frente aos investimentos de maior maturação leva a considerar, como uma das opções, a abertura de capital mediante o lançamento público de ações nas bolsas de valores. Entretanto, os acionistas majoritários das empresas apenas venderão suas ações no mercado quando os preços destas apresentarem vantagens em relação ao custo de capital desses acionistas.

Por outro lado, os investidores têm exigido por parte das companhias abertas a implantação de boas práticas de governança corporativa. Segundo dados publicados na revista Capital Aberto (Jan./05, pg.32), quanto maiores forem essas práticas, mais bem avaliadas serão as ações na BOVESPA e, portanto, melhores serão as condições para captação de recursos pelas empresas.

1.3.1 O problema da pesquisa

Peleias (2002, p. 12) apresenta a seguinte definição de problema:

Um problema é uma dificuldade ainda sem solução, que deve ser determinada com precisão, para em seguida realizar seu exame, crítica e solução. A enunciação de um problema permite determinar o objetivo central da indagação proposta por um trabalho de pesquisa. Enquanto o tema de pesquisa é uma proposição até certo ponto abrangente, a formulação do problema é específica, pois indica exatamente qual dificuldade se pretende resolver.

Marconi e Lakatos (2003, p. 127) afirmam que o problema “consiste em um enunciado explicitado de forma clara, compreensível e operacional, cujo melhor modo de solução ou é uma pesquisa ou pode ser resolvido por meio de processos científicos”.

Até dezembro de 2004, cerca de 400 companhias abertas possuíam registro para negociação de suas ações na BOVESPA, e apenas 47 delas, representando 11,5% do total, haviam feito sua adesão aos segmentos especiais de listagem do Novo Mercado. Desse modo, o problema da pesquisa é verificar, sob o enfoque de custos, **“quais são os principais fatores inibidores da atividade de governança corporativa, e se estes interferem na adesão de maior número de companhias abertas ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA”**.

1.3.2 Objetivo da pesquisa

Os objetivos são metas ou alvos a serem alcançados. Segundo Peleias (2002, p. 16), eles representam aquilo “onde se quer chegar, o que se procura atingir”. Já para Marconi e Lakatos (2003, p.157), “o objetivo torna explícito o problema, aumentando os conhecimentos sobre determinado assunto”.

Normalmente, fatores que inibem a tomada de decisão estão ligados a sacrifícios ou procedimentos que, em última análise, são traduzidos em custos a serem incorridos. Portanto, o objetivo principal deste trabalho é **identificar e analisar quais são os tipos de custos (explícitos e implícitos) que podem ser atribuídos aos fatores inibidores da atividade de governança corporativa, tendo em vista a maior adesão das Companhias Abertas ao Novo Mercado da BOVESPA**.

1.4 A organização do trabalho

O trabalho está estruturado em cinco capítulos e segue um raciocínio lógico, que vai desde a introdução até as conclusões finais, visando a permitir ao leitor a correta interpretação dos conceitos expostos e das propostas a serem consideradas sobre o tema, como pode ser visto na figura abaixo.

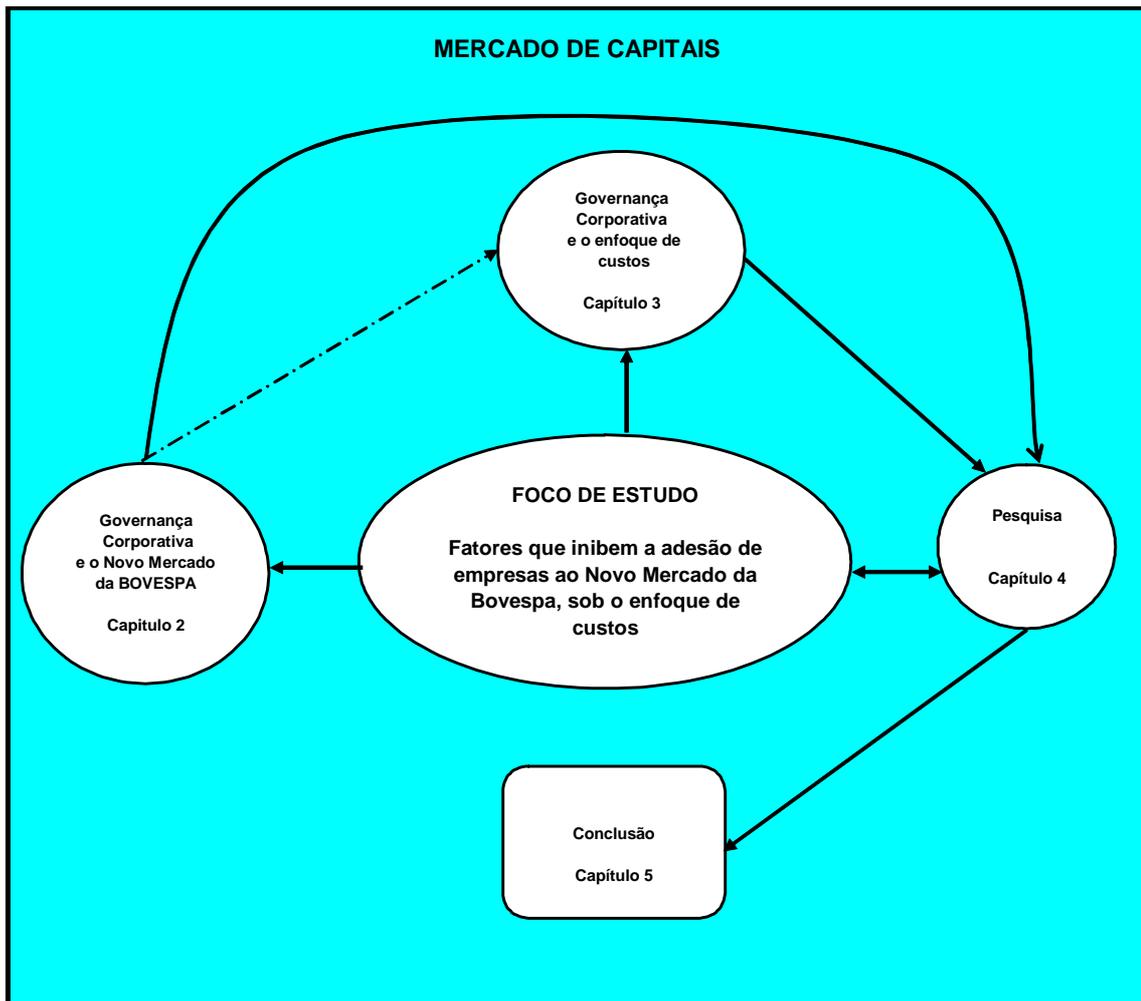


FIGURA 2 - Introdução gráfica sobre o foco do estudo

Fonte: elaborada pelo autor

No capítulo 1, tem-se a introdução ao tema; no capítulo 2, foi realizada uma ampla revisão bibliográfica conceitual a ser utilizada na fundamentação teórica; no capítulo 3, procurou-se identificar quais os fatores inibidores para a maior adesão das empresas ao Novo Mercado da BOVESPA e, com base na controladoria moderna, foi dado o enfoque de custos às atividades de governança corporativa; no capítulo 4, é explicitado o desenvolvimento da pesquisa e são apresentadas algumas propostas sobre o tema; finalmente, no capítulo 5, a conclusão da pesquisa. Descreve-se a seguir, sucintamente, o conteúdo dos tópicos desenvolvidos:

- a) Capítulo 1:** caracteriza e delinea o problema e o objetivo a serem tratados no trabalho. Expõe resumidamente a importância da

governança corporativa nas companhias abertas, com ênfase na obtenção de melhores níveis de preços (precificação) para as ações daquelas que possuem boas práticas de governança corporativa, o que, conseqüentemente, possibilita a captação de recursos no mercado de capitais com menores custos;

b) Capítulo 2: são apresentados os diversos conceitos e visões sobre a governança corporativa, com destaque para a separação de propriedade e gestão e visão da empresa familiar, com ênfase no desenvolvimento da governança corporativa nacional e suas características peculiares em função da estrutura das companhias abertas no Brasil. Ademais, destaca-se o posicionamento, engajamento e apoio de importantes organizações como a CVM, a BOVESPA, o IBGC e a ANIMEC, por um movimento nacional pela governança corporativa. Foram enfocados quais os requisitos necessários para que as empresas possam ter suas ações admitidas à negociação nos segmentos de listagem de ações do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA, bem como as diferenças entre os segmentos de listagem de negociação;

c) Capítulo 3: procura identificar quais os fatores que inibem maior adesão das empresas ao Novo Mercado da BOVESPA, dando ênfase à visão dos acionistas controladores e minoritários sobre o assunto. São abordadas a estrutura e a função dos órgãos ligados à atividade de governança corporativa nas empresas. Procura também estabelecer os fundamentos econômicos que caracterizam os “*custos de transação*”, com vistas a sintetizar os conceitos básicos sobre governança corporativa e sua importância para a tomada de decisões gerenciais, com destaque para os custos envolvidos com a atividade. São apresentados os principais conceitos da contabilidade de custos para darem sustentação e embasamento técnico às propostas apresentadas na conclusão deste trabalho.

d) Capítulo 4: são apresentados a metodologia utilizada e os resultados da pesquisa realizada junto aos gestores de algumas das principais companhias abertas, e procurou-se identificar, dentre outros, qual o

conceito de governança corporativa que mais se identifica com o que as empresas praticam; qual é o atual estágio da governança corporativa nas empresas; como está montada a estrutura das empresas para atender aos requisitos das boas práticas de governança corporativa e qual o conhecimento que os gestores têm sobre os custos de atividade de governança corporativa em suas empresas. Foi elaborado um estudo de caso, que levou o autor a sugerir a criação de um centro de custos específico para segregar os custos das atividades de governança corporativa das despesas administrativas;

e) Capítulo 5: são apresentadas as conclusões do autor sobre os objetivos levantados para a realização desta pesquisa.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O NOVO MERCADO DA BOVESPA

2.1 Considerações gerais

Na primeira etapa deste referencial teórico, procura-se conceituar e apresentar, sob um enfoque histórico, a evolução da governança corporativa dividida em quatro fases. Inicialmente, em linhas gerais, descreve-se a emergência de movimentos pela governança corporativa nos EUA e Inglaterra nos anos 80, a partir de episódios corporativos que deflagraram a conscientização, por parte dos investidores, principalmente os institucionais (Fundos de Pensão Americanos), da necessidade de uma participação mais ativa junto aos conselhos de administração nas empresas das quais faziam parte, passando a exigir maior transparência nas atividades das companhias. Esse movimento também passou a ser adotado em outros mercados desenvolvidos.

Na segunda etapa, são descritos os diversos modelos e visões existentes sobre governança corporativa, conforme apresentados por Brandão (2004), na seguinte seqüência:

- a) visão do *nexus* de contratos;
- b) modelo financeiro;
- c) modelo dos públicos relevantes (*stakeholders theory*);
- d) visão esclarecida dos públicos relevantes (*enlightened stakeholders theory*);
- e) visão da economia dos custos de transação;
- f) visão do capitalismo fiduciário;
- g) modelo político;
- h) modelo de procuradoria;
- i) outras visões: cultural, do poder, do risco: organizacional, informacional e da sucessão do governo corporativo.

Na terceira etapa, são apresentadas as características e exigências dos segmentos de listagem de ações no Novo Mercado da BOVESPA, com ênfase nos fatores que inibem as adesões de novas empresas aos segmentos de negociação Novo Mercado e Níveis I e II de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA.

2.2 Conceituação e evolução da governança corporativa

O termo “Governança Corporativa” originou-se do termo em inglês “*Corporate Governance*”. Nesse sentido, explanam Yamamoto e Almeida Prado (2003, p.42):

[...] já se observava, em 1960, a utilização do termo *corporate governance* no sentido de orientação das políticas de estrutura e funcionamento das empresas, e que mal traduzido para o português acabou por se consagrar como governança corporativa.

A evolução dos mercados de capitais internacionais e a necessidade de maior transparência nas operações para garantir o acesso às informações (“*full disclosure*”) a todos os públicos interessados, também denominados “*stakeholders*”, levou à popularização do termo “Governança Corporativa”, amplamente utilizado, mas nem sempre entendido corretamente pelos seus usuários, por tratar-se de um tema complexo. De acordo com o quadro abaixo, temos:

Partes interessadas	Interesses
<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Acionistas/cotistas: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Controladores. ▪ Minoritários. <input type="checkbox"/> Conselhos de administração. <input type="checkbox"/> Conselhos consultivos. <input type="checkbox"/> Auditorias independentes. <input type="checkbox"/> Conselhos fiscais. <input type="checkbox"/> Diretoria executiva: <i>CEO</i> e <i>staff</i>. <input type="checkbox"/> Comitês corporativos de gestão. <input type="checkbox"/> Funções corporativas. <input type="checkbox"/> Outras partes internas interessadas: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Empregados. ▪ Fundações de assistência e seguridade. <input type="checkbox"/> Outras partes externas interessadas: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Fornecedores. ▪ Clientes. ▪ Consumidores/Usuários. <input type="checkbox"/> Agências reguladoras. <input type="checkbox"/> Órgãos normativos do mercado de capitais. <input type="checkbox"/> Comunidades. 	<p>Restritos</p> <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Cumprimento de disposições estatutárias. <input type="checkbox"/> Condições estabelecidas em acordos de acionistas. <input type="checkbox"/> Desempenho estratégico no ambiente de negócios. <input type="checkbox"/> Maximização da riqueza dos acionistas. <input type="checkbox"/> Otimização do retorno sobre ativos tangíveis. <input type="checkbox"/> Preservação de ativos intangíveis. <input type="checkbox"/> Remuneração e benefícios da direção executiva. <input type="checkbox"/> Perenidade da empresa. <p>Ampliados</p> <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Indicadores de cumprimento de disposições legais. <input type="checkbox"/> Responsabilidades corporativas quanto a: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Interesse nacional. ▪ Interesse social. <input type="checkbox"/> Balanços de alcance externo: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Social. ▪ Ambiental.

QUADRO 1 – Partes interessadas e interesses que podem estar presentes em processos de governança corporativa de diferentes amplitudes

Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p.22).

No quadro acima, é possível observar as partes interessadas e os interesses que podem estar presentes em processos de governança corporativa de diferentes amplitudes.

A governança corporativa engloba um conjunto de diferentes visões, encontradas em diversos campos do conhecimento humano, como finanças, contabilidade, teoria organizacional, economia, direito, sociologia, ética, comunicação, teoria da informação, entre outros. Assim, encontram-se várias definições para refletir esse termo, dentre as quais pode-se destacar:

- a) Chama-se Governança Corporativa o papel que os Conselhos de Administração passaram a exercer para melhorar o ganho dos acionistas e arbitrar os conflitos existentes entre acionistas, administradores, auditores externos, minoritários, conselhos fiscais (no Brasil) e os *stakeholders*: empregados, credores e clientes. (LODI, 2000, p.19).
- b) A governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação a questões corporativas. E oferece também bases através das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho (OECD, 1999).
- c) A governança corporativa é o campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Ela estabelece os caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos (SHLEIFER e VISHNY, 1997, p.52).
- d) Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/ Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. (IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – site www.ibgc.org.br acessado em 21.01.2005)
- e) Governança Corporativa é o conjunto de práticas que têm por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como: investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. (CVM – Comissão de Valores Mobiliários, em sua cartilha “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, página 1, de 11 de junho de 2002, site: www.cvm.org.br acessado em 21.01.2005).

Dos vários enfoques citados, pode-se extrair uma série de conceitos que estão entrelaçados, mas que, na prática, remetem à relação entre propriedade e gestão, forma de governar a empresa e transparência das suas atitudes, observadas pelos diversos públicos relacionados, e que se encontram sintetizadas no texto do Relatório Cadbury como o sistema pelo qual às companhias são dirigidas e controladas. Esse sistema coloca os conselheiros de administração no centro de qualquer discussão sobre Governança Corporativa, conforme figura abaixo:

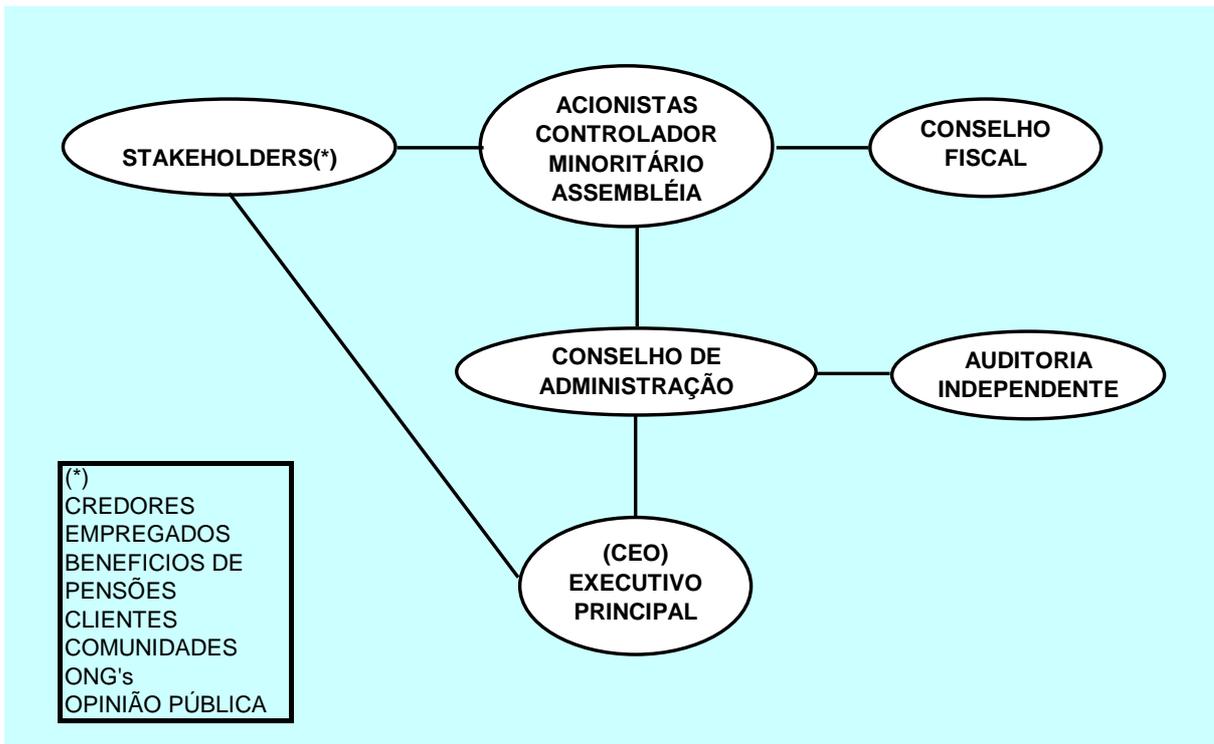


FIGURA 3 - Governança corporativa e o Conselho de Administração

Fonte: LODI, (2000, p.25).

Neste referencial teórico, serão abordados os aspectos da governança corporativa mais pertinentes aos objetivos do trabalho.

2.2.1 Principais fundamentos da governança corporativa

Segundo Andrade e Rossetti (2004, p.26), os elementos da governança corporativa são “fundamentados em um sistema definido de valores que rege os mecanismos da gestão das empresas e as relações entre as partes interessadas nos seus resultados”. Tal conceito pode ser visualizado na figura 4.

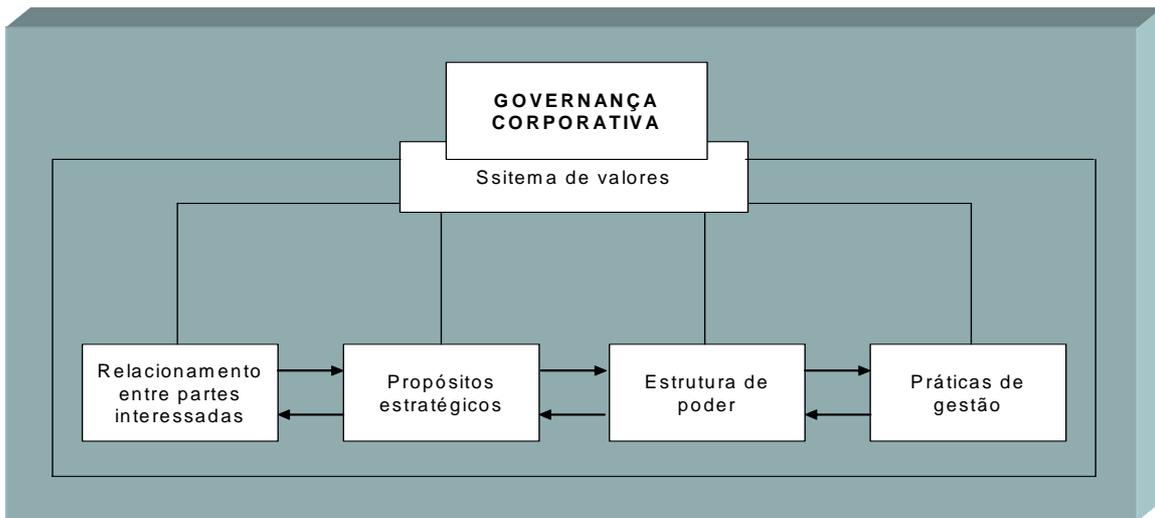


FIGURA 4 – Elementos-chave do processo de governança corporativa: a subordinação do sistema de relações, da estratégia, do poder e da gestão a um sistema definido de valores.

Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p.27)

Onde:

2.2.1.1 Sistema de valores

De acordo com Lodi (2000, p.24), a boa governança corporativa assegura aos sócios equidade (*fairness*), transparência (*disclosure*), responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*). Esses valores, demonstrados abaixo, dão sustentação à boa governança:

- **Fairness.** Senso de justiça, equidade no tratamento dos acionistas. Respeito aos direitos dos minoritários, por participação equânime com a dos majoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa, quanto nos resultados das operações, quanto ainda na presença ativa em assembléias gerais;
- **Disclosure.** Transparência das informações, especialmente das de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem riscos;
- **Accountability.** Prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria;
- **Compliance.** Conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país.

Steinberg (2003, p.19) os denomina como os princípios fundamentais da boa governança e acrescenta um quinto, **ethics**, ou ética. Para fins desta pesquisa, é aceita a visão de Steinberg e, portanto, são cinco os valores ou princípios fundamentais da boa governança corporativa: **fairness** (equidade), **disclosure**

(transparência), **accountability** (prestação de contas), **compliance** (cumprimento de normas) e **ethics** (ética).

2.2.1.2 A interação entre as partes relacionadas

A distinção entre acionistas e gestores é crucial, principalmente quando há a pulverização da propriedade acionária. Com base em Andrade e Rossetti (2004, p.34-41), é importante a separação entre acionistas e gestores, pois é por meio das boas práticas de governança corporativa que podem ser minimizados os conflitos de agência. Estes ocorrem quando o agente principal (no caso, o acionista) delega ao agente executor (no caso, a direção executiva da corporação) as decisões que maximizarão os resultados das operações da empresa em benefício do acionista, porém, comportamentos oportunistas do executor podem conflitar com o objetivo do agente principal. Ademais, os conflitos ampliam-se e tornam-se mais complexos quando, além de proprietários e gestores, outras partes interessadas, internas e externas são alcançadas pelos propósitos corporativos.

2.2.1.3 Os propósitos estratégicos

A maioria dos autores que desenvolve o tema governança corporativa dedica grande parte dos seus textos ao relacionamento e à interação entre acionistas, conselhos de administração e direção executiva, tendo em vista a definição de propósitos estratégicos. No nível corporativo, são definidas as expectativas dos acionistas e as políticas básicas, originando as estratégias que serão postas em prática pela direção executiva da empresa.

2.2.1.4 O poder

A estrutura de poder dentro da organização é outro elemento importante, e Andrade e Rossetti (2004, p.29) definem três aspectos de grande relevância:

1 - A clara definição dos papéis dos acionistas, do conselho e da direção, bem como do que cada uma destas partes espera das duas outras; 2 - a definição de regras de convivência que tornem o processo decisório uma espécie de 'jogo compartilhado'; 3 - o planejamento das sucessões.

2.2.1.5 A gestão

As melhores práticas de governança corporativa têm sido destacadas, uma vez que condicionam as práticas de gestão com ênfase para a integridade ética, que deve permear todas as relações internas e externas, o trinômio integridade, competência e envolvimento construtivos no trato dos negócios e a responsabilidade corporativa, abrangendo um leque ampliado de interesses e visando a obter maior desenvolvimento e retorno para a empresa.

2.2.2 A evolução da governança corporativa

O movimento pela governança corporativa tornou-se visível a partir de 1990, contudo, sua origem remonta ao movimento que se seguiu após a 2ª Guerra Mundial, quando várias empresas lançaram ações no mercado americano de capitais com o intuito de financiar o desenvolvimento de suas atividades. Isso mudou a estrutura de capital vigente nas grandes corporações, que até então era centrada na figura de controle único ou de famílias possuidoras da totalidade das ações.

O compartilhamento da propriedade acionária gerou um forte movimento por parte dos investidores, objetivando assegurar maior participação nas decisões e direitos aos investidores não controladores (minoritários). Em algumas empresas, a “pulverização” do capital foi tão disseminada que era difícil identificar uma ou mais pessoas que, em conjunto, detivessem o controle acionário e pudessem responder legalmente pelas companhias.

Essa situação levou a *SEC – Security Exchange Commission*, órgão responsável pela regulação do mercado americano de capitais, a intervir a favor dos investidores, estipulando algumas salvaguardas a serem adotadas pelas empresas, o que as fez criar estruturas de comando e contratar profissionais para assumir a gestão das companhias. A concentração excessiva de poder nas mãos de alguns gestores ocasionou distorções, principalmente nos sistemas de remuneração de algumas empresas (bônus de participação, remuneração por desempenho), que, por sua vez, viram seus objetivos distorcidos por esses gestores, interessados apenas em maximizar seus resultados (*stock options*) em detrimento do retorno aos acionistas. Wald (2002, p.63) assim comenta esse período:

Após a Segunda Guerra Mundial, as dimensões das empresas aumentaram muito e algumas delas passaram a ter orçamentos superiores aos de alguns pequenos países. Em virtude da pulverização das ações, as diretorias

passaram a ter grande autonomia, atuando, algumas vezes, conforme seu próprio interesse e não no interesse da sociedade. Além disso, devido ao conhecimento especializado necessário para a gestão dessas empresas, formou-se uma verdadeira casta, que Galbraith chamaria de a tecnoestrutura.

Na visão de Carlsson (2001, p.21), o movimento pela governança corporativa eclodiu nos EUA em meados da década de 80 e expandiu-se consideravelmente na década seguinte. Na década de 80, no mercado americano, houve um grande movimento de compra de ações alavancadas e de aquisição hostil do controle acionário de empresas.

Já em 1984, o Conselho de Administração da Texaco utilizou uma prerrogativa legal estadunidense – o *American Companies Act*, para recomprar ações da companhia a um valor substancialmente maior que o valor de mercado (ágio), de modo a evitar sua aquisição de forma hostil por parte de um acionista minoritário denominado *Bass Brothers*, visto como uma ameaça à posição corporativa de diretores e conselheiros da empresa. O ágio pago pela Texaco aos acionistas da *Bass* atingiu a cifra de US\$ 137 milhões, com efeitos no caixa e nos resultados da companhia refletindo-se negativamente, portanto, no preço das ações, tendo os acionistas minoritários como maiores prejudicados.

Assim, um dos principais fundo de pensão americano, o *California Public Employes Retirement System (CalPERS)*, deflagrou o início de um movimento para que as empresas nas quais ele participava acionariamente adotassem medidas que resguardassem os interesses dos acionistas minoritários. Então, passou a adotar uma postura mais ativa, participando de reuniões de Conselho de Administração das empresas com o intuito de defender seus interesses e usando sua força política para aprimorar questões afetas aos minoritários e ao mercado de capitais.

Carlsson (2001) observa que o *CalPERS* não modificou sozinho a governança corporativa nos EUA, visto que juntaram-se ao novo **movimento pela governança corporativa** entidades como o *State of Wisconsin Investment Board (SWIB)* e o *College Retirement Fund (CREF)* – um fundo de pensão cooperativo de professores, que culminou com a criação do *Council of Institutional Investors (CII)*, em 1985, considerado o marco inicial da governança corporativa nos EUA e no mundo. Nesse sentido, de acordo com o autor supra citado (2001, p.43):

Há evidências da mudança de postura das corporações americanas em função do movimento pela governança corporativa, considerando: (a) a

desativação da USA - *United Shareholders Association* (por ter cumprido o seu papel); (b) o maior respeito pelos investidores institucionais, em função da legitimidade conquistada pelo *CalPERS* com a criação de valor econômico por diversas companhias sob sua influência; (c) a constatação de que grande parte das corporações estadunidenses tem diretrizes relativas a boas práticas de governança corporativa; (d) a não necessidade de concentração de capital para fins de exercício de influência sobre as corporações (dito de outra forma: a consolidação do capitalismo fiduciário).

2.2.3 Governança corporativa no mundo

As empresas americanas passaram a dar grande importância à governança corporativa, principalmente tendo em vista o processo de criação de valor adicionado às ações. Em 2000 e 2001, irrompeu uma série de escândalos ocasionados pela ganância desenfreada de alguns gestores e pelo aumento inconsistente das cotações (bolha), como reflexo de balanços fraudados de empresas representativas como *Enron Corporation*, *WorldCom* e *TYCO*. A crise de confiança decorrente dos escândalos citados levou os legisladores americanos a instituir o *Sarbanes-Oxley Act* (30/07/02), um rigoroso dispositivo legal a ser seguido pelas empresas que possuem títulos e valores mobiliários negociados no mercado americano.

Apesar da grande evolução que atingiu nos EUA, merece destaque o movimento pela governança corporativa no Reino Unido, cujo início também ocorreu nos anos 80, quando diversos escândalos corporativos (*affairs*) levaram o Partido Conservador a ameaçar com a intervenção do Estado se o próprio mercado de capitais não criasse mecanismos para coibir os abusos existentes.

A *London Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Londres) instituiu um Comitê, presidido por *Sir Adrian Cadbury*, visando à proposição de melhorias nas práticas de governança corporativa. Em dezembro de 1992, o Comitê publicou o *The Financial Aspects of Corporate Governance* – conhecido como **Relatório Cadbury**, um dos marcos mundiais da governança corporativa, que serviu de inspiração para iniciativas idênticas em outros países, inclusive no Brasil.

Outros comitês foram criados com fins específicos: em julho de 1995, o *Comitê Greenbury*, presidido por *Sir Richard Greenbury*, apresentou relatório abordando boas práticas de remuneração de diretorias e, em junho de 1998, o *Comitê Hampel*, presidido por *Sir Ronald Hampel*, publicou o *The Combined Code*, aprimorando os conteúdos dos relatórios anteriores, associando a governança corporativa à responsabilidade e à prosperidade dos negócios e estabelecendo a

responsabilidade do Conselho de Administração, com ênfase especial nas questões contábeis e de transparência. A adesão ao *Combined Code* passou a ser uma das principais exigências pela *London Stock Exchange* para as companhias abertas negociadas no Reino Unido.

A governança corporativa na Alemanha apresenta peculiaridades históricas daquela nação, tendo passado por duas guerras mundiais, grandes reformas econômicas e, mais recentemente, pela reunificação das Alemanhas Ocidental e Oriental. Portanto, a governança corporativa alemã caracteriza-se:

- a) pela ênfase no atendimento aos interesses de um conjunto de públicos relevantes (*stakeholders*), em detrimento do atendimento exclusivo aos interesses dos proprietários;
- b) pela gestão das companhias com a participação de públicos relevantes;
- c) pelo mercado de capitais restrito.

As companhias alemãs estão sendo pressionadas para a adoção de práticas de governança corporativa aceitas internacionalmente, de modo a permitir o seu acesso à *New York Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Nova Iorque) e à *London Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Londres).

O primeiro passo para tal foi dado com a criação de um segmento de mercado denominado *Neuer Market* (Novo Mercado), caracterizado por regras rígidas de proteção aos investidores e transparência, que constituiu um avanço no fortalecimento do mercado de capitais alemão. Todavia, a grande maioria das empresas a abrir seu capital no âmbito do *Neuer Market* foi às de alta tecnologia, e, o mercado alemão acabou sofrendo influência negativa da derrocada das cotações das ações das empresas de alta tecnologia no mercado americano. Vale destacar que o modelo do *Neuer Market* vem sendo copiado por alguns países, como Bélgica, Holanda, Espanha, França e Brasil.

Em relação à França, a governança corporativa é caracterizada por:

- a) presença marcante do Estado no controle das companhias, menos intensa após privatizações feitas em setores de infraestrutura;
- b) nível de transparência, responsabilidade e preocupação com os interesses dos acionistas, inferiores aos níveis exigidos pelos códigos

de melhores práticas de governança - até pela força da presença estatal;

c) centralização das decisões organizacionais.

Visando à adequação do país às práticas de governança corporativa aceitas internacionalmente e com o intuito de atrair grandes investidores internacionais e inserir as companhias francesas na *New York Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Nova Iorque) e na *London Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Londres), foi instituída uma comissão, presidida por *Monsieur Marc Vienot*, PDG do banco *Société Generale*, que produziu dois *Relatórios Vienot*. Tais relatórios contemplam questões como a separação dos cargos de presidente do Conselho e presidente da Diretoria, a constituição de comitês no Conselho de Administração, a contratação de pelo menos dois conselheiros independentes e a divulgação de critérios de remuneração de diretores e conselheiros.

No que se refere ao Japão, Carlsson (2001) afirma que o coletivismo é um dos mais relevantes descritores dessa cultura, portanto, a governança corporativa nesse país é influenciada pela cultura nacional, que valoriza o equilíbrio dos interesses dos públicos relevantes (*stakeholders*) e o emprego vitalício dos empregados, sendo caracterizada por:

- a) forte relação entre empregadores/ empregados;
- b) opção corporativa por metas, como crescimento e participação no mercado, ao invés do retorno para os acionistas;
- c) existência de complexos arranjos societários com participações cruzadas entre companhias e bancos, formando conglomerados (*keiretsu*);
- d) financiamento preponderantemente bancário;
- e) um Conselho de Administração único, com muitos membros e funções meramente cerimoniais;
- f) presidente da companhia mais poderoso do que o presidente do Conselho de Administração.

Em 1998, o Japão, por meio do *Corporate Governance Forum of Japan*, disponibilizou o *Corporate Governance Principles – a Japanese View*, relatório baseado no *Combined Code* da Inglaterra, abordando questões como a necessidade de explicações quando da união dos cargos de presidente do Conselho e da

companhia, redução do tamanho dos Conselhos, já incorporada por algumas companhias, como a Sony, e a criação de um código de governança corporativa a ser assimilado pelas companhias. Abaixo, um resumo do supra descrito:

EUA

- ❑ Movimento pela governança corporativa iniciado nos anos 80 (*caso Texaco, ativismo do CalPERS* e de outros *players*), com grandes avanços nos anos 90. Escândalos corporativos ocorridos no início do novo milênio (*Enron, Worldcom*) culminaram em intervenção do Estado, via *Sarbanes-Oxley Act*.
- ❑ Governança corporativa caracterizada pelo foco em resultados financeiros, *conflito de agência* entre pequenos acionistas e administradores e o *ativismo* de *investidores institucionais*.

REINO UNIDO

- ❑ Movimento pela governança corporativa iniciado nos anos 80 (*affairs* e ameaça do Partido Conservador (Governo) de intervir no mercado para coibir abusos), sendo instituídos três Comitês:
 - *Comitê Cadbury*, presidido por *Sir Adrian Cadbury*. Publicou em dez/92 o famoso *The Financial Aspects of Corporate Governance*, visando à proposição de melhorias em práticas de governança.
 - *Comitê Greenbury*, presidido por *Sir Richard Greenbury*. Publicou em jul/95 o *Relatório Greenbury*, com o propósito de abordar boas práticas de remuneração de diretorias. O relatório não foi bem aceito.
 - *Comitê Hampel*, presidido por *Sir Ronald Hampel*, que aprimorou os conteúdos de relatórios anteriores, associando a governança corporativa à responsabilidade e à prosperidade dos negócios, e estabelecendo a responsabilidade dos conselhos de administração. O *Relatório Hampel* foi publicado em jan/98. O comitê prosseguiu seus trabalhos até a publicação do *The Combined Code*, exigido pela *London Stock Exchange*. Governança corporativa caracterizada pelo foco em resultados financeiros, *conflito de agência* entre pequenos acionistas e administradores e pela influência das entidades de mercado, que operam como *clubes fechados*.

ALEMANHA

- ❑ Movimento pela governança corporativa impulsionado pela globalização, tendo sido criado o *Neuer Market (Novo Mercado)*, caracterizado por regras rígidas de proteção aos investidores e transparência. Novas emissões de ações de companhias alemãs ocorrem, em maioria, no âmbito do *Neuer Market*.
- ❑ Governança corporativa caracterizada pela ênfase no atendimento aos interesses de um conjunto de públicos relevantes (*stakeholders*), pela tomada de decisões compartilhada entre os membros do conselho de gestão, cujo presidente orienta os trabalhos do conselho e representa a companhia junto aos agentes econômicos externos. É exigência legal a participação de representantes dos empregados no conselho supervisor; nas companhias com mais de 2.000 empregados, sua representatividade no conselho citado eleva-se a 50%.

FRANÇA

- ❑ Movimento pela governança corporativa pontuado pela publicação de dois Relatórios *Vienot*, produzidos por uma Comissão presidida por *Monsieur Marc Vienot*, PDG do banco *Société Générale*, contemplando questões como separação dos cargos de presidente do conselho e presidente da diretoria, constituição de comitês no conselho de administração, contratação de pelo menos dois conselheiros independentes e a divulgação de critérios de remuneração de diretores e conselheiros.
- ❑ Governança corporativa caracterizada pela presença do Estado nas companhias (menos intensa após privatizações em setores de infraestrutura), transparência, responsabilidade e preocupação com os interesses dos acionistas, inferiores aos exigidos por códigos de melhores práticas de governança e centralização das decisões organizacionais. As companhias aderem ao sistema *Président Directeur Generale (PDG)*, que acumula os cargos de presidente do conselho e executivo inseparáveis.

JAPÃO

- ❑ Movimento pela governança corporativa pontuado pela publicação, pelo *Corporate Governance Forum of Japan*, em 1998, do *Corporate Governance Principles – a Japanese View*, baseado no *The Combined Code*. Tal documento, de escopo limitado, aborda questões como a necessidade de explicações quando houver a união dos cargos de presidente do conselho e executivo, a redução do tamanho dos conselhos – já incorporada por companhias como a *Sony* - e a criação de um *código de governança corporativa*.
- ❑ Governança corporativa caracterizada pela forte relação empregadores-empregados, opção por metas como crescimento e participação no mercado, ao invés do retorno para os acionistas, existência de complexos arranjos societários com participações cruzadas entre companhias e bancos, formando conglomerados (*keiretsu*), financiamento preponderantemente bancário, conselho administrativo único, com muitos membros e funções cerimoniais e presidente da companhia com grande poder.

QUADRO 2 - Governança Corporativa em 6 Países

Fonte - Carlsson, 2001, p. 25, - adaptada por Brandão (2004)

O movimento pela governança corporativa tem conquistado a adesão de importantes organizações. Para a *OECD - Organisation for Economic and Cooperation Development* (1999, p. 7-12), governança corporativa refere-se aos meios internos pelos quais as organizações são operadas e controladas. A *OECD* pondera, ao justificar sua proposta relativa a um conjunto de princípios de governança corporativa, que:

Não existe um modelo singelo de boa governança corporativa. Ao mesmo tempo, o trabalho desenvolvido em países-membros e dentro da *OECD* tem identificado alguns elementos comuns que permeiam uma boa governança corporativa [...] (*OECD*, 1999, p. 12).

2.2.4 Governança Corporativa no Brasil

No Brasil, a evolução da governança corporativa enfrentou inicialmente certa resistência em razão dos aspectos culturais originados de uma tradição latifundiária de parte do empresariado e dos políticos brasileiros (que acabaram levando a concentração do capital na mão de poucos) e da dificuldade de compartilhar o poder decisório com outros acionistas. De fato, ao invés da grande dispersão verificada nos Estados Unidos, o Brasil praticamente não possuía um mercado de capitais desenvolvido até a década de 60. As empresas nacionais ou eram estatais ou pertenciam a grandes grupos de famílias privilegiadas. Wald (2002, p.67) comenta essa situação:

No Brasil, até 1960, não tivemos um verdadeiro mercado de capitais. Não existia governo da empresa, como, em certo sentido, não havia uma democracia efetiva em nosso país até 1945. Na época, o acionista majoritário tinha um poder arbitrário, que exercia como verdadeiro ditador. Os eventuais conflitos tinham soluções domésticas, abrangendo desde a conciliação até a utilização da força bruta. Dominava o coronelismo, tanto no plano político quanto econômico, de modo que podemos até afirmar que o direito não se aplicava, na maioria dos casos, aos conflitos societários, como, na época, não incidia nas divergências familiares, que raramente chegavam aos tribunais.

Ainda hoje prevalece uma estrutura de controle rigidamente concentrada nas mãos de um grupo definido, seja nacional, estrangeiro, ou mesmo o próprio governo, sendo poucas as empresas de propriedade dispersa. Diante dessa realidade, não é suficiente a importação de modelos prontos de “*corporate governance*”, os quais não se ajustariam às necessidades do mercado brasileiro de capitais. Nesse sentido, afirma Gorga (2003, p. 66):

[...] a classe dominante brasileira ainda mantém valores e tradições da casa grande (senzala) em suas organizações de negócios, e os empreendedores

nacionais enfrentam o dilema da manutenção do controle e a maximização do valor econômico. Os controladores das firmas nacionais são freqüentemente identificados como a grande barreira às mudanças.

A evolução histórica da governança corporativa no Brasil registrou um grande avanço com a edição das Leis 6.404 e 6.385, ambas em 1976. Conforme Wald (2002, p.68):

[...] o primeiro diploma definiu uma série de conceitos inerentes a uma administração clara e confiável, tais como, a responsabilidade do acionista controlador, a composição e competência do conselho de administração, a possibilidade de voto cumulativo, o que dá ensejo, em tese, à presença de minoritários no Conselho de Administração, a regulamentação do direito de recesso e de saída conjunta (*tag along*), bem como a execução específica do acordo de acionistas. A segunda lei criou a Comissão de Valores Mobiliários, órgão responsável pela regulação do mercado de capitais daquela data em diante.

Observa-se que os princípios básicos da governança corporativa já estavam expressos em lei desde 1976; então questiona-se porque somente a partir de 2001 as empresas nacionais passaram a dar maior importância à governança corporativa. De fato, não basta a previsão formal dos direitos se não houver uma exigência do mercado, ou se as empresas não sentirem a necessidade de colocar esses princípios em prática, visando a alguma vantagem empresarial. A esse respeito, Ribeiro (2002, p.165) comenta:

“Com o advento da globalização, juntamente com a política de altos juros praticada em um passado recente pelo *Federal Reserve* e as sucessivas crises nos mercados chamados emergentes, a captação e a alavancagem de recursos pelas empresas brasileiras no mercado de capitais nacional têm se tornado cada vez mais difíceis. Some-se a esses fatores a concorrência exercida pelas bolsas internacionais, que possuem menores custos, maior liquidez, tecnologia e facilidades para a realização de negócios. O resultado não poderia ser outro senão a perda de liquidez da bolsa local e a fuga de negócios, inclusive por parte das empresas nacionais, que têm recorrido crescentemente à bolsa de Nova York, visando a financiarem-se através do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADRs). Outros fatores apontados pelos analistas como ensejadores da pouca atratividade e da estagnação do mercado brasileiro são a falta de transparência das empresas e o tratamento desigual dispensado ao acionista minoritário [...].

Outro fato relevante foi o grande programa de privatizações patrocinado pelo governo brasileiro na década de 90. A abertura da economia tinha como objetivo recuperar o atraso proveniente da condução estatal das principais companhias ocasionado pela falência do Estado empreendedor e, ao mesmo tempo, promover um salto qualitativo no mercado de capitais e na governança corporativa. No quadro abaixo, verifica-se a evolução da governança corporativa no Brasil, dos 50 aos 90:

Década	Características de Governança Corporativa
<p>Décadas de 1950 e 1960</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Presença forte do acionista controlador familiar. • Conselheiros são enfeites na árvore de Natal da empresa. • Conselhos usados como instrumentos de <i>lobby</i>. • Procura de “medalhões” tornando os conselhos inatuantes. • Conselheiros não estão a par de negócios do acionista gestor.
<p>Década de 1970</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Surgem grandes conselhos brasileiros: Alpargatas, Monteiro Aranha, Docas, Mappin. • Sinais iniciais de independência do conselho. • Maiores poderes (<i>empowerment</i>). • 1976 – Primeira Lei das S.A., nº 6.404, no Brasil, fixando competências do conselho de administração.
<p>Década de 1980</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Mercado para controle corporativo. • Abertura de capital, fundos de pensão, fundos de investimento, participação de bancos (ex.: Bradesco). • Valorização do acionista (<i>shareholder enhancement</i>). • Fundos tipo Calpers e Fidelity. • No Brasil, mercado de capitais muito pequeno; apenas 80 empresas com liquidez.
<p>Década de 1990</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Poderes maiores para os conselhos (<i>board empowerment</i>). • Trocas de famosos presidentes por pressão do conselho: General Motors, American Express, IBM, Kodak, Sears, Time Warner, Compaq. • Grandes escândalos envolvendo pareceres de auditorias externas nos bancos ajudam a esclarecer o papel dos auditores: Nacional, Econômico, Bamerindus, Noroeste, Bandeirantes. • Parte substancial dos investimentos fora dos Estados Unidos são realizados por fundos norte-americanos, seja fundos de pensão ou fundos de investimentos. • 1997 – Nova Lei das S.A., nº 9.457, mantém as atribuições do conselho e aumenta o poder da CVM para fiscalizar. • Privatizações, globalização, fusões e aquisições.

QUADRO 3 – 50 anos de governança corporativa no Brasil

Fonte: Adaptado de Lodi (2000, p 26).

A estabilização da moeda brasileira com o Plano Real, a partir de 1994, reintroduziu o Brasil no cenário econômico mundial, passando o país a ser lembrado

como alternativa de investimento. Como consequência, o investimento direto externo no Brasil saltou de US\$ 735,5 milhões, em 1989, para US\$ 30,0 bilhões em 2001. Para atrair investimentos dessa magnitude, foi necessário promover alterações na legislação societária (Lei 10.303/2001 e a Medida Provisória nº 8/2001, posteriormente convertida na Lei 10.411/2002), dando maior segurança aos investidores minoritários e impondo normas de governança corporativa, com maior respeito à ética e à transparência. A boa governança corporativa passou a ser fator preponderante na liquidez do investimento.

Paralelamente aos avanços legais, um sem-número de medidas auto-regulatórias foram lançadas pelos agentes do mercado, dentre as quais vale citar o “Novo Mercado” e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA, o “Código Brasileiro das Melhores Práticas” do IBGC, associação civil que tem como objetivo o incremento da governança no Brasil, e a Cartilha da ANIMEC, denominada “Como os Acionistas não Controladores (minoritários) Olham as Empresas que Agregam Valor ao Ativo Ação” – com a visão da governança corporativa pelo enfoque do acionista minoritário.

Os códigos de governança corporativa são definidos por Di Micelli (2002, p.151) como:

[...] documentos criados por agentes de mercado (investidores institucionais, organismos internacionais, bolsas de valores, associações), que estabelecem regras ou diretrizes para as firmas de forma a aprimorarem sua governança corporativa.

No Brasil, atualmente, o mercado de capitais representa basicamente a única alternativa disponível para as empresas que pretendem captar recursos para investimentos a médio e longo prazo, fugindo das altas taxas de juros vigentes no mercado financeiro nacional.

Entre as diversas modalidades de financiamentos para um empreendimento, o lançamento de títulos no mercado de capitais apresenta uma série de vantagens em termos de custos financeiros. Contudo, os controladores passarão a conviver com credores com interesses organizados, seja sob a figura de um agente fiduciário, no caso de emissão de debêntures, representados por um “*trustee*”, no caso de emissão de “*commercial papers*”, ou por uma comunhão de novos sócios, denominados por acionistas minoritários, caso os recursos venham a ser captados via lançamento de ações.

O investidor pode figurar como simples mutuante em uma relação contratual em que lhe compete, tão somente, aguardar o retorno do capital emprestado por meio do recebimento de juros, ou como acionista, passando a integrar o grupo de investidores que deve importar-se com o destino da empresa. O retorno de seu investimento estará diretamente atrelado ao desempenho da companhia e, se este for positivo, receberá como remuneração dividendos ou juros sobre o capital próprio, em montante superior à taxa de juros praticada no mercado. Em caso de insucesso, estará sendo colocado em risco o patrimônio investido na companhia.

Assim, é possível questionar por qual razão as pessoas estariam dispostas a investir suas economias no mercado acionário, no qual a possibilidade de perda é maior, ao invés de realizarem suas aplicações em títulos de renda fixa, no qual o retorno é mais seguro. A resposta, que aparentemente remeteria à “obtenção de maior remuneração nos investimentos”, precisa considerar conceitos de “exposição ao risco” e “custo de oportunidade” que o investidor deseja assumir. A remuneração deve ser proporcionalmente maior quanto maior for o risco a que está exposto o investimento. Vários estudos demonstram que, no longo prazo, o mercado de capitais tem remunerado esse risco (de perda) em patamares superiores aos de outros tipos de investimentos.

Intuitivamente pode-se concluir que, quanto menor for o risco de investimento no mercado de capitais, maior será o fluxo de recursos dos investidores e, portanto, maiores as possibilidades de captação de recursos pelas companhias abertas. Dessa forma, seria possível a convergência de interesses entre o governo, condutor da macroeconomia e interessado no crescimento sustentado do país, as empresas, carentes de recursos a baixo custo, e os investidores, que desejam aplicações rentáveis.

Uma das formas mais efetivas de contribuir para a redução do risco é a implantação de uma boa política de informações, não só para os investidores, mas também junto a todos os públicos de interesse (*stakeholders*), esta pode ser considerada uma das molas propulsoras para o desenvolvimento do mercado de capitais.

A assimetria de acesso às informações disponíveis no mercado de capitais ocasiona conflitos de interesse entre os acionistas minoritários (investidores interessados no maior retorno possível do capital investido) e os acionistas

controladores da empresa (majoritários) que, independentemente de perseguirem o lucro e serem os dirigentes da companhia, têm uma perspectiva voltada ao longo prazo. Esses conflitos de interesse são devidos à falta de informações em razoável nível de periodicidade, quantidade e confiabilidade, afastando os investidores e gerando perda de valor das ações da companhia.

Para reduzir esses potenciais conflitos, compete às autoridades definir um arcabouço jurídico-institucional no sentido de regular a relação entre as partes, dando aos investidores minoritários direitos e garantias para que os investimentos fluam com maior intensidade para o mercado de capitais. Ao longo do tempo, têm sido tomadas medidas visando à redução do risco de investir no mercado de capitais, o que criou regras mais rígidas de respeito aos direitos das minorias acionárias, objetivando, assim, o crescimento econômico. Paralelamente, os agentes do mercado, sejam as empresas, as bolsas de valores, o órgão regulador (Comissão de Valores Mobiliários) e diversas associações, vêm tomando medidas no mesmo sentido.

A esse conjunto de medidas legais ou voluntárias, que objetivam regulamentar corretamente o fluxo interno de poderes da empresa e os direitos e deveres de cada órgão e sócios, levando a uma maior transparência da empresa, convencionou-se denominar governança corporativa.

2.3 Instituições e organizações

Coase (1937, p.386-405) observa que:

[...] fora da firma (organização), movimentos de preços dirigem a produção, coordenada através de transações de troca no mercado; mas, dentro da firma, as transações de mercado são eliminadas, entrando em cena o empreendedor-coordenador, cujas decisões resultam no direcionamento da produção.

De acordo com o supra citado, o autor identifica dois métodos alternativos de coordenação da produção: o mecanismo de preço e a firma. Se o primeiro fosse suficiente, o segundo não seria necessário. O mesmo autor complementa:

[...] a firma emerge quando o empreendedor que adquire um bem ou serviço não pode prever com exatidão os detalhes do mesmo, no presente. Em tais circunstâncias, o contrato de curto prazo se torna insatisfatório, e o contrato de longo prazo destina-se a evitar a incorrência de custos de transações de mercado, apesar da dificuldade de prever o que fará a contraparte, futuramente, nesse tipo de contrato. O contrato de longo prazo estabelece os limites de ação do contratado, mas não especifica os detalhes do

produto/ serviço. É mais óbvio na prestação de serviços, na contratação do trabalho humano.

Uma das principais preocupações das instituições tem sido estabelecer códigos de conduta auto-impostos, conhecidos como Códigos de Ética, que definem comportamentos e sanções no caso de não cumprimento das regras estabelecidas. No relacionamento entre as grandes corporações e seus fornecedores, tem sido comum a exigência de que estes também deverão adotar posturas éticas, tornando-se essa, portanto, uma exigência coercitiva, apoiada pelas instituições e também por parte do Estado. Então, as instituições, aliadas à tecnologia empregada, afetam os custos de transação e transformação (produção).

Nesse contexto, pode-se afirmar que, se as instituições constituem a regra do jogo, as organizações são os jogadores, as quais compõem-se de grupos de indivíduos dedicados a alguma atividade específica com um objetivo pré-estabelecido. As limitações impostas pelo contexto institucional e econômico definem o conjunto de oportunidades e, portanto, o tipo de organizações que serão criadas.

Segundo a Teoria Instrumentalista de North (1990, p. 10):

[...] o desempenho econômico é função das instituições e de sua evolução. Juntamente com a tecnologia empregada, elas determinam os custos de transação e produção. As instituições constituem as regras do jogo numa sociedade; mais formalmente, representam os limites estabelecidos pelo homem para disciplinar as interações humanas.

A especialização e o desenvolvimento de conhecimentos potencialmente compensadores são função da estrutura de incentivos inerente à matriz institucional. As organizações não apenas investem diretamente na aquisição de habilidades e conhecimentos, como também canalizam indiretamente, por meio do processo político, os investimentos públicos para as áreas de especialização que, em sua visão, aumentariam suas perspectivas de sobrevivência.

Os agentes de mudança são os empresários, privados ou públicos, que percebem, com antecedência, as mudanças a ocorrer no ambiente econômico institucional e propiciam novas oportunidades. As oscilações nos preços relativos têm sido as fontes externas mais comuns de mudanças institucionais ao longo da história. A especialização e obtenção de novos conhecimentos direcionam os empresários a elaborar novos modelos mentais para que se antecipem à conjuntura, alterando assim os preços relativos percebidos das possíveis opções. Na verdade,

as opções que levam à mudança institucional geralmente são determinadas por um misto de mudanças externas e aprendizado interno.

As demandas dos empresários, frente aos custos percebidos para alterar a estrutura institucional, serão agentes provocadores dessas mudanças. O empresário sempre analisa às potenciais vantagens a serem obtidas com a reformulação de contratos no arcabouço institucional existente, contrapondo o retorno a ser obtido ao investimento de recursos nessa reforma. O poder de barganha e a incidência de custos de transação são diferentes na política e na economia; caso contrário, não seria interessante para os diversos grupos transferirem as questões para a arena política.

Dessa forma, os empresários que se sentem prejudicados no intercâmbio econômico, em consequência da estrutura de preços relativos vigente, acabam lançando mão do processo político para corrigir seus erros percebidos, por meio da alteração da estrutura de preços relativos. As percepções dos empresários, certas ou erradas, são as fontes básicas da mudança.

As mudanças de regras formais (aprovação de novas leis, alterações jurídicas resultantes de jurisprudência, normas e diretrizes emanadas dos órgãos reguladores, dentre outras) alteram as regras que ditam a elaboração de outras normas. Já as mudanças institucionais, resultantes da alteração de restrições informais (normas, convenções ou padrões individuais de comportamento), ocorrem paulatinamente, na medida em que são desenvolvidos novos padrões de comportamento.

A direção da mudança é determinada pela dependência do curso adotado. As organizações políticas e econômicas que derivam de determinada matriz institucional tipicamente têm interesse em perpetuar a estrutura vigente. Os interesses dessas organizações, que produzem a dependência da trajetória adotada, e os modelos intelectuais dos empresários, que produzem ideologias, “racionalizam” a matriz institucional vigente e, por conseguinte, influenciam os atores para apoiar as políticas concebidas no interesse das organizações existentes.

Diante do exposto, North (1990, p.33) conclui que:

Os custos de transação surgem devido ao custo de se mensurar as múltiplas dimensões valorizadas incluídas na transação (geralmente os custos da informação) e devido ainda aos custos de execução contratual. A informação não só é cara como também incompleta, e o cumprimento de contratos não só é caro como imperfeito. As instituições e organizações

eficazes podem reduzir os custos de cada transação, de forma a obter uma parcela maior dos ganhos potenciais de cada interação humana.

O relacionamento entre os indivíduos depende do acesso às informações disponíveis e à forma como cada qual reage ao condicionamento do processo de tomada de decisão. As instituições são regidas por uma série de regras formais e por limitações auto-impostas (normas de comportamento, códigos de ética e conduta, etc.) e uma maior ou menor aderência a essas regras e sua fiscalização eficiente, aliada à tecnologia empregada, afeta os custos de transação e transformação (produção).

Ademais, as instituições são estruturadas visando a reduzir as incertezas ocasionadas pelo relacionamento entre os indivíduos, procurando obter maior eficiência e interação. Já as organizações formam-se com o objetivo de congregar grupos de indivíduos que exerçam o mesmo tipo de atividade e que visam a um fim comum. Nesse sentido, nas palavras de North, (1990, p.17):

A racionalidade instrumental, postulada pela teoria neoclássica, pressupõe que os atores possuam as informações necessárias para avaliar corretamente as alternativas e, por conseguinte, fazer as escolhas que levem ao objetivo desejado. Na verdade, esse postulado implicitamente pressupõe a existência de um conjunto específico de instituições e informações disponíveis gratuitamente. Se as instituições tiverem um papel puramente passivo, sem limitar as opções dos atores, e se os atores possuírem as informações necessárias a uma escolha correta, então o postulado de racionalidade instrumental será a ferramenta certa. Se, ao contrário, os atores tiverem informações incompletas, definirão modelos subjetivos para escolher suas opções e só puderem corrigir seus modelos de maneira imperfeita através de *feedback* de informações, então o postulado de racionalidade processual será o elemento essencial para a construção de qualquer teoria. Tal postulado não só considera os mercados incompletos e imperfeitos que caracterizam em grande medida o mundo atual e o passado, como também leva o pesquisador à chave das imperfeições dos mercados — os custos de transação.

Tendo em vista que os mercados são imperfeitos, o custo de uma transação decorre dos altos custos da informação e do fato de que as partes de uma transação detêm informações de forma assimétrica.

2.4 Modelos e visões sobre a governança corporativa

Segundo Bernardes (apud BRANDÃO, 2004, p.30), a literatura acadêmica identifica quatro modelos de governança corporativa: o financeiro, de públicos relevantes (*stakeholders*), o político e o de procuradoria. Com base nos modelos citados, Brandão mostra as seguintes visões sobre governança corporativa:

- a) visão do *nexus* de contratos,
- b) visão esclarecida dos públicos relevantes (*enlightened stakeholders theory*),
- c) visão da economia dos custos de transação,
- d) visão do capitalismo fiduciário,
- e) visão cultural,
- f) visão do poder,
- g) visão dos riscos organizacionais,
- h) visão informacional;
- i) visão da empresa familiar. Abaixo, os modelos representados e as visões sobre governança corporativa:

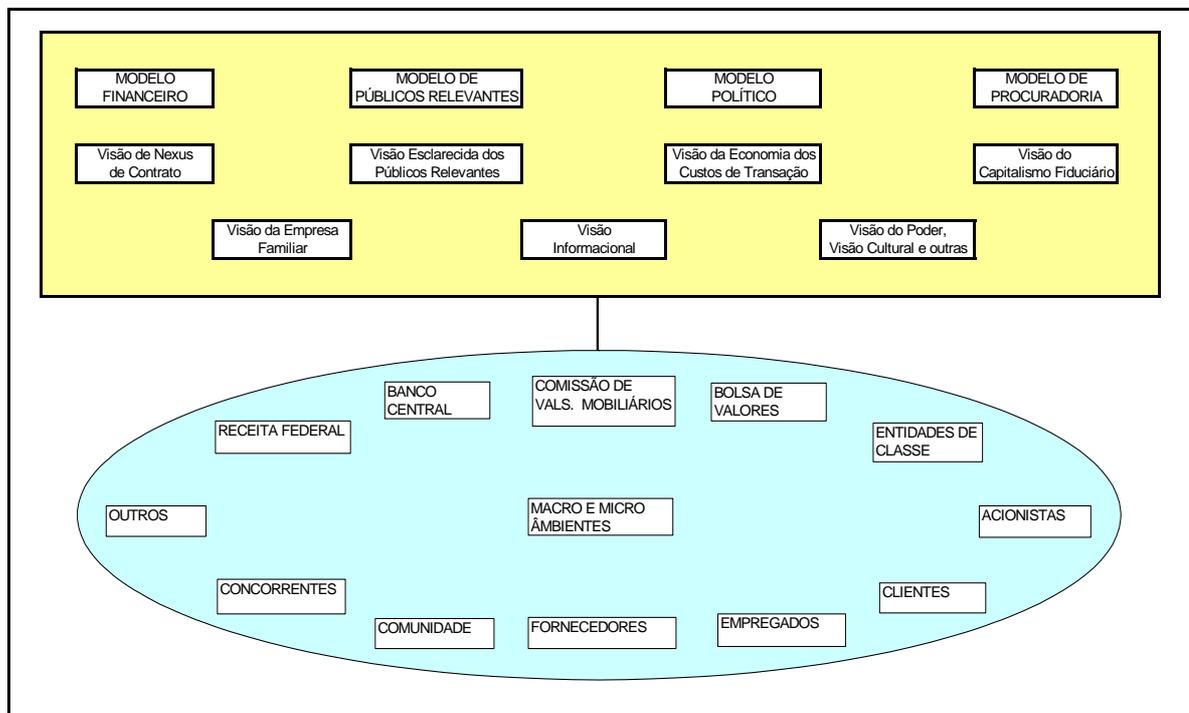


FIGURA 5 – Ambiente, modelos e visões da governança corporativa.

Fonte: Brandão (2004) – Dissertação de Mestrado em Administração - PUC/MG – Fig. 2 (2004, pág. 31) - Adaptada pelo autor.

Reconhecendo que os modelos e visões apresentados podem ser abordados mediante diferentes formas organizacionais (adequando-se às especificidades), a presente dissertação prioriza a governança corporativa nas companhias abertas em geral. Vale ressaltar que os modelos e visões indicados não são estanques entre si e não esgotam as possibilidades.

A diversidade de conceitos de governança corporativa é resultante dos diferentes modelos praticados nos diversos países, sendo dependentes da sua evolução ao longo do tempo. Abaixo, uma descrição de cada modelo:

2.4.1 Modelo financeiro

Jensen e Meckling (1976, p.305) citam o trabalho pioneiro de Berle e Means (1932), os primeiros a designar a **relação de agência**. Os autores também destacaram o grande poder dos administradores nos EUA em um contexto caracterizado pela dispersão do capital (companhias abertas) e pelo significativo número de proprietários dependentes de boas decisões desses administradores. Ainda, desenvolveram a **relação de agência** entre proprietários e administradores, identificando “**custos de agência**” nessa relação, os quais **destroem** o valor de mercado das empresas em detrimento dos seus acionistas, principalmente os minoritários. Os autores definem **relação de agência**:

[...] como sendo um contrato sob o qual uma ou mais pessoas – os **mandatários** - conferem a outra pessoa – o **agente** - a prerrogativa de prestar algum serviço para as mesmas, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisões pelo agente. Desta forma, se ambas as partes do acordo são **maximizadoras de utilidades**, pode-se acreditar que nem sempre o agente atuará em prol dos melhores interesses do **mandatário**.

Custos de agência podem surgir em qualquer situação envolvendo esforços cooperativos de duas ou mais pessoas, mesmo quando a relação entre **mandatário e agente** não está perfeitamente delimitada.

Para os autores, a relação entre os proprietários e os gerentes de uma firma enquadra-se na definição de uma **relação de agência pura**. Assim, tal relação está associada à separação entre propriedade e controle, que caracteriza a moderna corporação. Consideram também que os **custos de agência** incluem os gastos associados às seguintes necessidades: criação e estruturação de contratos entre o **mandatário** e o agente, monitoramento do agente pelo **mandatário**, obrigações do agente com relação ao **mandatário** e perdas residuais, ou seja, perdas de riqueza do **mandatário** decorrentes da divergência com o agente.

No modelo financeiro, o contrato da firma com os proprietários prevê o recebimento de **retornos residuais** por estes, após remuneração de todos os demais fornecedores. Nesse contexto, Schleifer e Vishny (1997, p.744) realizaram uma ampla pesquisa sobre governança corporativa em diversos países, tendo como base premissas do modelo financeiro. Para os autores:

[...] a governança corporativa lida com o problema de agência: a separação entre gestão e finanças. A questão fundamental da governança corporativa é assegurar aos financiadores que eles recebam um retorno sobre os seus investimentos financeiros.

No Brasil, onde prevalece o controle familiar das empresas tendo em vista a baixa dispersão acionária, ainda é possível encontrar, na maioria dos casos, a gestão e a propriedade concentradas nas mãos do grupo controlador, e as principais funções administrativas são executadas por membros ligados à família ou a esse grupo.

Somente nas maiores empresas, com destaque para as subsidiárias de multinacionais e as de capital aberto com ações negociadas em bolsa, existem maiores preocupações com a profissionalização e separação entre gestão e propriedade. No entanto, diferentemente do mercado americano, os administradores, na grande maioria dos casos, obtêm uma remuneração fixa e um pequeno percentual sobre o resultado alcançado, sendo poucas as empresas que adotam o sistema de “*stock options*” vigente em grande parte das empresas americanas e que normalmente dá margem ao “conflito de agência”.

2.4.2 “Nexus de contratos”

Freqüentemente, a visão de “Nexus de Contratos” é normalmente associada ao modelo financeiro, e essas visões foram abordadas por Jensen e Meckling (1976) em um clássico artigo sobre as teorias da firma e da **relação de agência** entre proprietários e administradores. Para os autores, “a organização constitui um *nexus* ou conjunto de contratos explícitos e implícitos, que regulam o seu relacionamento com diversos públicos” e, portanto, torna-se relevante reconhecer que as organizações são, em sua maioria, **ficções legais** que servem como *nexus* para um conjunto de relações contratuais entre indivíduos. Assim, segundo Hawley e Williams (2000, p.97):

[...] o *nexus* de contratos, que visa o equacionamento da criação de riqueza para os diversos provedores de insumos da organização, é freqüentemente visto como sinônimo do modelo financeiro, que importa do mesmo a terminologia contratual. O problema central da governança corporativa no modelo do *nexus* de contratos é a gestão dos vários contratos explícitos e implícitos que definem a firma.

[...] o *nexus* de contratos tem constituído uma base de referência para a sugestão de meios de proteção dos direitos de alguns públicos relevantes (*stakeholders*) da organização; sua formulação tem subsidiado a redefinição da relação entre diretorias, acionistas e empregados.

A visão do *nexus* de contratos é importante para vislumbrar o relacionamento entre partes envolvidas pela governança corporativa, com destaque no que concerne aos contratos formais, tais como o **estatuto social** e os **acordos de acionistas** adotados pelas companhias; e informais, como os **códigos de conduta** e **de governança corporativa** firmados pela organização, dentre outros.

No Brasil, ocorreram vários conflitos entre controladores e acionistas não controladores, pois mesmo considerando a existência da Lei nº 6.404/76 e resoluções da CVM, o arcabouço legal era considerado falho no que diz respeito à defesa dos direitos dos acionistas minoritários. Inclusive, deu origem ao surgimento da Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais – ANIMEC, cujo objetivo principal é a defesa dos interesses dos acionistas não controladores (minoritários).

Com o advento da Lei n.º 10.303/01, foram conquistados alguns direitos, porém, a ANIMEC ainda considera a existência de brechas na lei que favorecem os controladores em detrimento dos acionistas minoritários. Nesse sentido, a ANIMEC efetuou um estudo comparativo da legislação brasileira com a vigente em outros países como Chile, México e Espanha (vide Apêndice B), e apresentou seus resultados no seminário denominado: Lei de S/A. frente às boas práticas de Governança Corporativa, onde foram colhidas sugestões para propor as autoridades modificações no arcabouço regulatório para dar maior proteção aos investidores no mercado brasileiro de capitais.

2.4.3 Modelo dos públicos relevantes (*stakeholders theory*):

Clarkson (1995, p.92) define públicos relevantes (*stakeholders*) como:

[...] pessoas ou grupos que têm ou reivindicam propriedade, direitos ou interesses em uma corporação e em suas atividades passadas, presentes ou futuras. Os direitos ou interesses citados resultam de transações ou de ações corporativas, e podem ser legais ou morais, individuais ou coletivas. *Stakeholders* com interesses, reclamações ou direitos podem ser classificados em grupos: empregados, acionistas, clientes e assim por diante.

Ainda nas palavras de Clarkson (1995, p.93), os administradores não podem ser mais responsáveis por maximizar retornos para os acionistas às expensas de determinados grupos de públicos relevantes (*stakeholders*) primários, mas sim ser

responsabilizados por cumprir suas obrigações para com todos os grupos citados, pelo desempenho social corporativo. Significa que os administradores devem resolver os conflitos inevitáveis entre tais grupos quando da distribuição da riqueza e valor criados pela corporação, e uma resolução justa requer julgamento e escolhas éticas.

Assim, Turnbull (1997, p.23) considera que:

[...] as firmas podem existir de diferentes formas: como firmas constituídas, parcerias, *joint ventures*, sociedades limitadas, cooperativas, associações e outros arranjos. Segundo o autor, uma extensa literatura sobre governança corporativa assume, implicitamente, que apenas as firmas cujos títulos são negociados junto ao público – as companhias abertas - são objeto de análise, o que limita o tema a uma pequena parcela da atividade econômica, mesmo nas sociedades mais desenvolvidas.

No Brasil, ainda existe a prevalência de maiores benefícios para os controladores em detrimento dos demais públicos relevantes. Esse fato advém da “relação de agência” entre controladores e administradores com viés ocasionado pelo controle tipicamente familiar.

2.4.4 Visão esclarecida dos públicos relevantes

Segundo Jensen (2001, p.9):

[...] a teoria dos públicos relevantes (*stakeholders*) não aborda claramente a finalidade da corporação ou da sua função objetiva, pois a maximização do valor de uma firma constitui um objetivo singelo, enquanto que a teoria dos públicos relevantes leva os administradores a servir a **muitos mestres**.

O autor pondera que, sem a clareza de missão definida por uma função objetiva singela, as companhias que adotarem a teoria dos públicos relevantes (*stakeholders*) experimentarão confusão, conflito e ineficiência gerencial, possivelmente com perda de competitividade. O autor também considera que as companhias que utilizarem a abordagem do *balanced scorecard* (Kaplan, 1996) - o equivalente geral da teoria dos públicos relevantes - estarão sujeitas aos mesmos efeitos indesejáveis citados. Nesse contexto, Jensen (2001, p.11) acrescenta que:

[...] a teoria dos públicos relevantes (*stakeholders*) enfraquece o sistema de controle interno corporativo, conferindo aos administradores mais poder para que eles ajam por conta própria. As restrições passam a ser impostas a partir do ambiente externo: os mercados financeiros, o mercado de controle corporativo e os mercados de produtos.

Além de preconizar a necessidade de um objetivo organizacional único, o autor aponta a maximização do valor da empresa como o seu principal objetivo “à

luz de duzentos anos de trabalho em economia e finanças”, que comprovariam que o bem-estar social é maximizado quando todas as companhias buscam maximizar o seu valor de mercado. O autor afirma ainda que a maximização do valor total da firma é a função objetiva que deve guiar os seus administradores na definição das trocas (*tradeoffs*) entre os diversos públicos relevantes (*stakeholders*).

Copeland et al. (2004, p.60), em uma importante obra sobre um conjunto de técnicas de avaliação de companhias (*valuation*), contemplam argumentos que contribuem para validar a visão esclarecida dos públicos relevantes (*stakeholders*). Os autores enfatizam sua crença no foco da construção de valor econômico quando se reportam ao pensamento bicentenário de Adam Smith, o qual postula que “as companhias mais produtivas e inovadoras produziram os melhores retornos para os seus acionistas e atraíram os melhores trabalhadores”.

2.4.5 Custos de transação

Custos de transação podem ser definidos como aqueles a que estão sujeitas todas as operações de um sistema econômico. Pode-se observar que, para a obtenção dos resultados desejados na maioria das operações, são incorridos determinados custos que poderiam ser denominados “indiretos”. Estes são necessários para dar tranqüilidade aos participantes da operação e, normalmente, envolvem assessoramento econômico, jurídico e contábil ou uma série de controles e de pessoas envolvidas para revestir as operações de todos os atributos indispensáveis à realização da operação, incorrendo no menor nível de risco possível.

Tais operações poderiam ser realizadas sem que esses custos fossem incorridos, porém, as partes envolvidas estariam sempre inseguras quanto ao cumprimento de aspectos envolvidos nas negociações. Dessa forma, quanto mais complexa e desenvolvida a economia de um país, maiores os custos de transação a que estarão sujeitas as atividades econômicas. Nesse sentido, Williamson (1996 p.567-591) afirma que os “custos de transação são custos de contratação *ex-ante* e *ex-post*. Os primeiros se referem aos esforços de delineamento, negociação e salvaguarda de um contrato”.

Para o autor, contratos podem ser feitos com grande cuidado, elaborando-se uma documentação que preveja numerosas contingências e adaptações futuras, previamente acordadas entre as partes. Entretanto, contratos são imperfeitos e incompletos, com espaços a serem preenchidos quando surgirem imprevistos. Ademais, os custos de transação *ex ante* e *ex post* são interdependentes, devendo ser tratados como simultâneos, não seqüenciais, pois ambos os tipos de custos são, freqüentemente, difíceis de quantificar.

Williamson (1996) afirma que as salvaguardas podem assumir diferentes formas, das quais a mais comum é a propriedade por meio da hierarquização. Os atores organizacionais podem preferir internalizar transações ao invés de transacionar no mercado. A economia dos custos de transação pressupõe que é factível reduzir ou economizar custos de transação por meio da internalização de atividades. A firma é, portanto, a estrutura de governança resultante da internalização de transações. Assim sendo, conforme North (1990, p.18):

Os custos de transação dependem da forma de organização e de como o sistema econômico determina a distribuição de seus benefícios. Os participantes vão procurar obter para si os maiores benefícios, o que pode gerar uma estrutura institucional superdimensionada e burocrática, que tendem a tornar os custos de transação e de produção mais elevados.

Com a globalização da economia e o aumento expressivo da concorrência, a competitividade tem-se revelado uma das principais forças dos mercados eficientes. Dessa forma, o alto custo das informações e as dificuldades de acessá-las são aspectos que acabam diferenciando as relações de troca.

A quantificação dos atributos de valor dos bens e serviços e também do desempenho dos agentes envolvidos é a base para que sejam calculados os custos de transações. Contudo, tal tarefa nem sempre é simples, pois várias etapas ou serviços podem ser terceirizados, o que torna difícil mensurar os direitos transferidos ou mesmo a correta agregação de valor desses serviços.

Para que seja viável uma melhor quantificação dos atributos do custo de transação, uma série de variáveis precisa ser considerada. Não basta a análise dos atributos do produto ou da transação; é necessário que os direitos de propriedade e de uso a eles inerentes (marcas, patentes, direitos de uso ou venda, renda potencial, etc.) sejam também enfatizados. Como sua mensuração nem sempre é feita satisfatoriamente, outras variáveis devem ser consideradas.

Nas palavras de North (1990), uma variável importante do custo do processo de troca é o tamanho do mercado e a forma como é realizado o intercâmbio, se pessoal ou impessoal. Se o processo for pessoal, no qual os agentes envolvidos se conhecem, algumas formalidades podem ser dispensadas, tornando mais barato o custo de transação. Já no processo de troca impessoal, provavelmente uma das partes estaria propensa a obter maiores vantagens, tornando os custos mais elevados.

Outra variável importante refere-se ao cumprimento dos contratos e à necessidade de se prever um fórum para solucionar quaisquer pendências entre as partes. Assim, devem ser realizados contratos entre os agentes, cada qual assumindo deveres e responsabilidades, bem como devem ser previstas cláusulas resolutivas quanto a possíveis multas, indenizações e outras punições, o que acaba por encarecer os custos de transação.

No momento da atribuição de valor a produtos ou bens e serviços, atitudes e ideologia também são levadas em conta. Por exemplo, no nível industrial, são crescentes as exigências quanto à responsabilidade social e ambiental das empresas. Os produtos, além de serem fabricados em conformidade com os desejos do consumidor, devem também, ser política e socialmente corretos (não empregar mão-de-obra infantil, não degradar o meio ambiente, etc.), o que acaba por incorporar novos custos a esses produtos.

A eficiência de um mercado econômico pode ser medida pelo grau com que sua estrutura competitiva, por meio da arbitragem e de um eficiente mecanismo de *feedback* de informação, simula ou aproxima-se das condições de uma estrutura de custo zero de transação. De uma mesma forma, o mercado político eficiente seria aquele no qual seus membros pudessem avaliar corretamente as políticas preconizadas pelos diversos candidatos, em termos do efeito que teriam no seu bem-estar (dos membros). Nesse mercado, somente seriam adotadas leis (ou regulamentos) que maximizassem a renda agregada das partes afetadas nas transações, bem como estaria assegurada uma compensação às partes adversamente afetadas, garantindo que ninguém fosse lesado por determinada ação.

Para Coase (1937,p.386-405):

[...] só se obtém os resultados neoclássicos de mercados eficientes quando não há custos de transação. Quando os custos de transação são consideráveis, as instituições passam a adquirir importância. Um conjunto de instituições político-econômicas, que ofereça transações de baixo custo viabiliza a maioria de mercados de produtos e fatores eficientes necessários ao desenvolvimento econômico.

Um mercado eficiente é consequência de instituições que, em determinado momento, oferecem avaliação e execução contratuais de baixo custo. Para que a eficiência seja duradoura, é essencial haver instituições econômicas, criativas e politicamente flexíveis, que se adaptem às novas oportunidades, ofereçam incentivos para a aquisição de conhecimentos e instrução, promovam inovações e estimulem a disposição de correr riscos.

2.4.6 Visão da economia dos custos de transação

Segundo Brandão (2004, p.36), as visões da economia dos custos de transação originaram-se da teoria dos “custos de transação”, desenvolvida por Coase em 1937, a qual enfoca a discussão acerca das dificuldades e riscos inerentes ao fechamento de contratos. Para o autor, a firma é uma **estrutura de governança**, de coordenação de atividades econômicas, e a governança corporativa refere-se ao equacionamento de contratos com públicos relevantes (*stakeholders*) realmente importantes, detentores de ativos de grande valor.

Williamson (1996) explica que a governança corporativa é importante e deve ser reservada àqueles públicos que fornecem ou financiam ativos especializados para a firma. À luz dessa perspectiva, um grande número de grupos não específicos, com os quais a firma tem contratos, é eliminado do **status** de público relevante (*stakeholder*). Na opinião do autor, a economia dos custos de transação preconiza a contratação diferenciada entre a firma e diferentes contrapartes. A decisão de conferir controle corporativo à contraparte errada pode aumentar o risco da firma e exigir um **prêmio de risco**, o que, conseqüentemente, aumenta seu custo de capital.

No que concerne especificamente à teoria dos públicos relevantes (*stakeholders*), Williamson (1996) postula que, na moderna corporação de manufatura, esta assume diferentes formas, prevendo diferentes participações dos públicos citados nas instâncias de representação. Já nas firmas profissionais, como as consultorias e os escritórios de advocacia, cujos ativos fixos são genéricos e

podem ser alugados ou financiados com dívida, os **ativos de risco** são as pessoas. Inclusive, o controle e a propriedade são assumidos por empregados-chave, que possuem participação e compromisso com a preservação do valor desses ativos.

A visão da economia dos custos de transação constitui um contraponto ao argumento de Porter (1992), que preconiza a participação de públicos relevantes (*stakeholders*) primários nas instâncias mais elevadas de decisão das corporações norte-americanas como forma de ampliar a eficiência do capitalismo norte-americano. Isso porque tal participação deve contemplar o risco envolvido na participação inoportuna de contrapartes erradas. A visão da economia dos custos de transação, ao tratar dos riscos envolvidos na participação de atores em instâncias de decisão, pode subsidiar reflexões sobre a participação de acionistas minoritários excluídos do controle em conselhos de administração. Isso pode ser feito por meio de seus representantes legalmente instituídos e em consonância com a Lei das S.A.s (Artigo 141) e a lei 10.303 (31/10/01, Artigo 8º.), que a modifica. Dessa forma, é relevante questionar se a presença de conselheiros que representem interesses de acionistas minoritários introduz riscos adicionais à companhia, ampliando seu custo de capital.

O eventual receio de acionistas controladores com respeito à inserção de representantes de acionistas minoritários nos conselhos (manifestado, de certa forma, na *reforma da Lei das S.A.s*) pode ser contestado com três argumentos: acionistas minoritários detêm um estoque de ativos relevantes, quando tais ativos são tratados de forma agregada (e não **pulverizada**); os interesses dos acionistas majoritários bem intencionados e dos acionistas minoritários são convergentes e orientados para a criação de valor econômico; a presença desses conselheiros pode contribuir para melhorar a percepção de risco acerca da companhia e, portanto, reduzir o custo de capital.

Um aspecto adicional relevante acerca da visão da economia dos custos de transação diz respeito à escolha da estrutura de governança adequada a cada transação ou conjunto de transações que se considera. Tal escolha pode ter implicações na governança corporativa das firmas (estruturas de governança *per se*) envolvidas em estruturas de governança específicas e mais complexas.

Um exemplo para ilustrar essa afirmativa é o da rede de firmas, as quais se aglutinam em torno de um grande fornecedor ou cliente e dependem deste para sua

sobrevivência. É razoável supor que as decisões tomadas em âmbito da cúpula das firmas integrantes da rede (observando que a tomada de amplas decisões é uma das grandes funções de governança corporativa) levarão em consideração as relações de poder e os contratos estabelecidos entre as partes.

2.4.7 Modelo político

O modelo político tem sido abordado por autores como Pound (1992), Hawley e Williams (1996) e Schleifer e Vishny (1997), enfatizando que o contexto institucional e as políticas públicas influenciam na alocação de poder entre proprietários, administradores e demais públicos relevantes (*stakeholders*), e que os investidores respondem às disposições legais e regulatórias e às mudanças nas “**regras do jogo**”.

Pound (1995, p.82) identificou, no início dos anos noventa, uma emergente tendência política na governança corporativa das companhias norte-americanas, tendência essa resultante de duas forças: o fim das **aquisições alavancadas** (*leveraged buyouts* – financiadas via empréstimos) de companhias, ocorridas nos anos oitenta, e a ascensão de **investidores institucionais esclarecidos**. De acordo com o autor:

[...] o novo sistema de governança corporativa seria caracterizado por: 1. propostas de soluções operacionais a problemas corporativos e redirecionamento estratégico; 2. sustentabilidade política e consonância com os valores populares básicos dos EUA, cuja população demonstra profunda desconfiança e forte intolerância política com relação às modalidades de transações da década anterior.

Os diversos sistemas de governança corporativa apresentam algum tipo de combinação entre proteção aos investidores e concentração de propriedade. Ademais, a proteção aos investidores pode enfatizar o sistema bancário ou o mercado de capitais, os dois grandes ambientes de captação de recursos junto a investidores.

Leal (2002, p.59) ressalta a origem dos sistemas legais como um dos fatores relevantes da relação entre a legislação e o valor de companhias, apontando **dois sistemas básicos categorizados**:

[...] o sistema de *lei de costumes* (*common law*), criado na Inglaterra para proteger os proprietários de expropriação pelo Rei, e o sistema de *lei de código* (*civil law*), criado na *Revolução Francesa*, para permitir a intervenção do Estado nos direitos de propriedade.

Tais sistemas estão relacionados à qualidade da proteção aos direitos de propriedade. Nos regimes pautados pela lei de costumes, a qualidade da proteção é maior. No Brasil, o sistema prevalecente é o da *civil law* (lei de código civil), herdado da colonização portuguesa, amplamente utilizado no período da ditadura entre 1964 e 1984, cujos reflexos ainda são sentidos com a excessiva intervenção do Estado nas atividades econômicas e financeiras.

2.4.8 Modelo de procuradoria

Segundo Brandão (2004, p.67):

O modelo de procuradoria tem sido abordado, em diferentes aspectos e matizes, por autores como Pound (1995), Hawley e Williams (1996) e Turnbull (1997), preconizando: 1) a competência executiva está positivamente correlacionada com a rentabilidade e o sucesso da organização; 2) os administradores das corporações trabalham em busca de lucros e retornos para o capital dos proprietários; 3) os administradores são responsáveis pela maximização da riqueza dos acionistas; 4) conselheiros e diretores são *procuradores* dos proprietários.

Já Pound (1995, p. 83) afirma que “o debate sobre governança corporativa gira, há muito tempo, em torno do poder, do estreitamento de controles sobre gerentes rebeldes.” Conforme o autor, as reformas visam a realizar auditorias mais freqüentes sobre o desempenho dos gerentes, a separação das atividades de *Chief Executive Officer - CEO* - e de presidente do conselho de administração, a nomeação de conselheiros externos mais atuantes e o aumento da responsabilidade dos conselheiros perante os acionistas minoritários. Ainda, o foco do poder deriva de um **modelo** por ele denominado “**empresa gerenciada**”, segundo o qual:

[...]

- 1) os gerentes *seniores* se responsabilizam pelo exercício da liderança e pelo processo decisório;
- 2) a função do Conselho de Administração consiste em contratar gerentes de alto nível, monitorar seu desempenho e demiti-los, em caso de insucesso;
- 3) o *papel* dos acionistas se resume em dissolver o Conselho de Administração, quando os resultados são insatisfatórios. Os acionistas são tratados como incapazes de avaliar as políticas da empresa, dependendo de conselheiros e gerentes.

Em contraposição à “**empresa gerenciada**”, o mesmo autor apresenta uma proposta de “**empresa governada**”, na qual o papel do Conselho é fomentar decisões eficazes e revogar políticas inadequadas. Assim, acrescenta:

O Conselho deve ter *expertise* suficiente para agregação de valor ao processo decisório, bem como incentivos visando o comprometimento com

a criação de valor, devendo adotar procedimentos que fomentem o debate aberto e a sintonização quanto às preocupações com os acionistas.

Boa parte da literatura sobre governança corporativa contempla Conselhos de Administração. As discussões sobre o tamanho desses Conselhos e a participação de conselheiros independentes nestes apresentam o modelo de procuradoria e a visão do poder de forma subliminar e imbricada, ou seja, a criação de conselhos efetivos provavelmente implica a distribuição de poder mais efetiva nas instâncias de decisão das corporações.

Em mercados de capitais caracterizados pela elevada concentração de propriedade, a exemplo do nacional, o modelo de procuradoria tem seu foco no relacionamento entre acionistas majoritários e minoritários excluídos do controle, porém mais orientado para a efetividade das decisões do que para o conflito entre as partes.

No entanto, os investidores institucionais nacionais e grupos organizados de acionistas minoritários têm-se movimentado com o intuito de eleger membros para os conselhos de administração e fiscal, visando a implantar nas empresas uma gestão compartilhada entre os controladores e os acionistas não controladores (minoritários).

2.4.9 Visão do capitalismo fiduciário

Na opinião de Hawley e Williams (2000, p.12), proponentes dessa visão:

[...] desde que a moderna organização se estruturou nos EUA, entre 1890 e 1910, tem sido o foco de grandes críticas e elogios, atravessando por três grandes estágios no modo de propriedade e controle. No primeiro estágio, as corporações foram controladas por proprietários fundadores, a exemplo de John D. Rockefeller, Leland Stanford e Henry Ford, embora já existisse um mercado de ações nos EUA.

Na década de vinte, o controle das corporações passou a ser exercido por administradores profissionais. A influência dos proprietários originais e de seus descendentes foi sendo reduzida, enquanto o número absoluto de acionistas cresceu rapidamente. Os anos vinte assistiram à emergência do *capitalismo gerencial*, em substituição ao *capitalismo empreendedorista* anterior.

Do início dos anos sessenta, ao princípio dos anos noventa, um terceiro estágio emergiu, verificando-se a reconcentração da propriedade, porém não em mãos de indivíduos, e sim, de investidores profissionais, com destaque para os investidores institucionais como fundos de pensão públicos e privados, os fundos mútuos de investimento e companhias de seguros.

Esse terceiro estágio é designado pelos autores como capitalismo fiduciário. Para eles, as entidades fiduciárias (tratadas como proprietários universais, por gerenciarem grandes portfólios de ativos que representam extratos da economia) são obrigadas, legal e eticamente, a defender os interesses de seus beneficiários e investidores. Argumentam ainda que o capitalismo gerencial está sendo substituído nos EUA pelo capitalismo fiduciário, uma forma emergente e híbrida de propriedade, na qual grandes entidades fiduciárias têm a propriedade de cerca de 50% do mercado de ações norte-americano.

Os autores supra citados destacam que a governança corporativa, sob o prisma dos **proprietários universais**, deve contemplar questões referentes ao modelo financeiro (foco na gestão corporativa, metas claras e maximização de valor econômico). Entretanto, os **proprietários universais** têm uma tarefa mais complexa e abrangente: o monitoramento dos seus portfólios e das organizações que os compõem. Assim, tais investidores devem estar cientes de que seus portfólios estão expostos aos riscos da economia como um todo, ao mesmo tempo em que podem receber as recompensas advindas do bom desempenho econômico. Posto isso, os **proprietários universais** devem desenvolver políticas de apoio a programas públicos e privados, que venham a afetar o crescimento e a eficiência da economia no longo prazo.

No Brasil, essa visão passou a ser considerada com maior atenção, visto que os investidores institucionais vêm assumindo papel de destaque no controle acionário de algumas companhias, como a Perdigão S.A., cujo controle é dividido por sete dos maiores fundos de pensão nacionais: Previ, Petros, Real Grandeza, Previ-Banerj, Centrus, BNDES-FAPES e Valia.

2.4.10 Visão da empresa familiar

A visão da empresa familiar adquire especial relevância no mercado nacional de capitais, caracterizado pela presença de diversas companhias abertas controladas por famílias e **grupos de controle** familiares. Tais organizações devem ser governadas mediante os requisitos de transparência (*disclosure*) impostos pela legislação e regulamentação que regem o mercado e estar sujeitas à demanda por maior transparência ainda pelos investidores. Por outro lado, vislumbra-se a posição

das famílias controladoras enquanto acionistas majoritárias, com grande hegemonia sobre o sistema de decisões e com o desafio da tomada de boas decisões.

Assim, Lodi (2000.p,24) esclarece:

[...] no passado recente, nas empresas privadas e familiares, os acionistas eram gestores, confundindo em sua pessoa propriedade e gestão. Com a profissionalização, a privatização, a globalização e o afastamento das famílias, a Governança Corporativa colocou o Conselho entre a Propriedade e a Gestão.

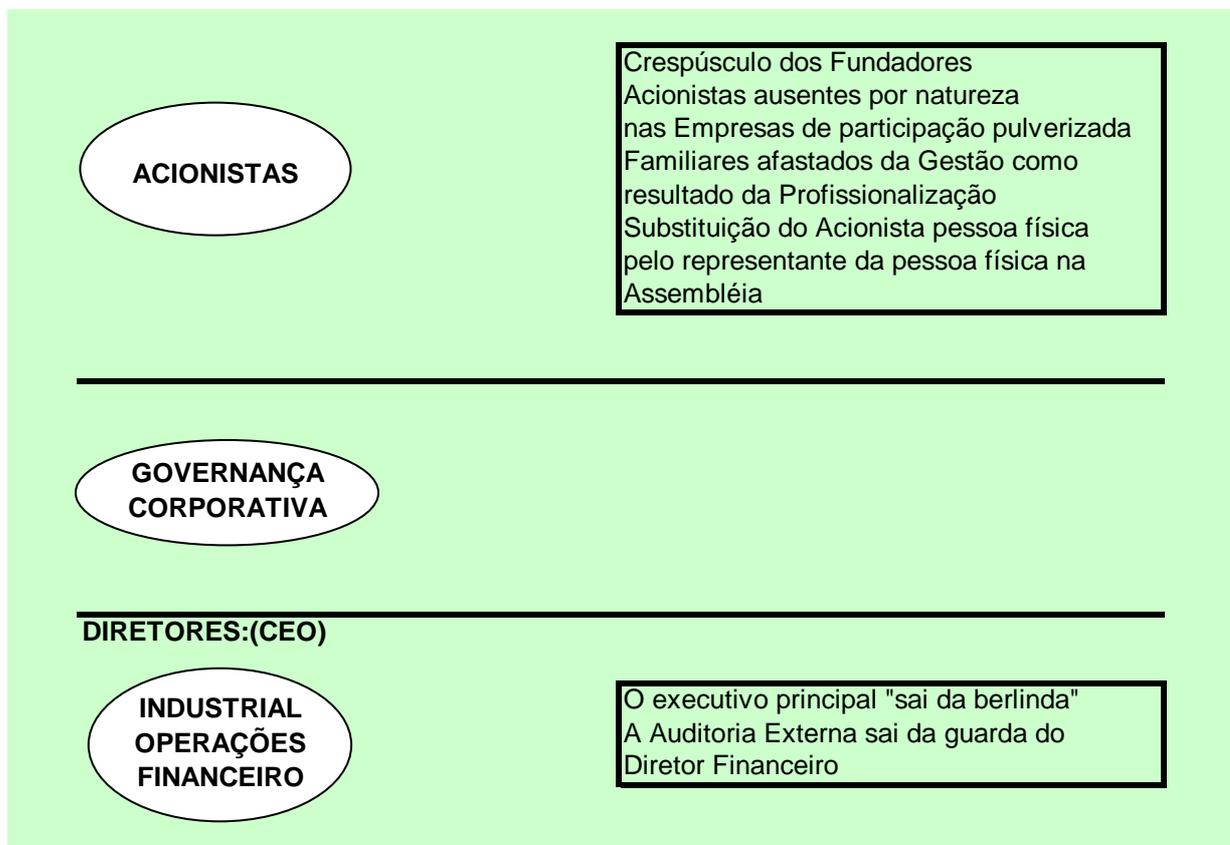


FIGURA 6 - Propriedade, gestão e governança corporativa

Fonte: Lodi, (2000, p.25)

No Brasil, por razões históricas, prevalece a visão da empresa familiar. A evolução de um sistema de oligarquias latifundiárias vigente até meados do século 20 deu origem às oligarquias industriais, que tiveram grande desenvolvimento na segunda metade do período. A estrutura de poder permaneceu concentrada, passando de pai para filho, sem grandes preocupações com relação a profissionalização da gestão.

Vries (2003, p.63) aborda a diferença entre o trabalho em negócio familiar e aquele em uma empresa de capital aberto não familiar, e destaca quais os

problemas apontados pelas pessoas (familiares e não familiares) que trabalham em negócios de família. Assim, conforme quadro abaixo:

VANTAGENS	DESVANTAGENS
Orientação a longo prazo	Acesso limitado a mercados de capital
<i>Independência de ação</i> <ul style="list-style-type: none"> • pouca (ou nenhuma) pressão vinda do mercado de ações; • pouco (ou nenhum) risco de aquisição hostil. 	<i>Organizações confusas</i> <ul style="list-style-type: none"> • estrutura desarrumada; • falta de uma visão clara de atribuições.
Cultura familiar como fonte de orgulho	Nepotismo
<ul style="list-style-type: none"> • estabilidade; • fortes: identificação/ comprometimento/ motivação; • continuidade na liderança. 	<ul style="list-style-type: none"> • preponderância das razões de família sobre a lógica dos negócios; • tolerância com familiares ineptos; • sistemas injustos de recompensa; • dificuldades na atração de profissionais; • dificuldades de gerenciamento.
Capacidade para suportar tempos difíceis	Síndrome da criança mimada
<ul style="list-style-type: none"> • disposição para batalhar pela volta dos lucros. <i>Burocracia e impessoalismo limitados</i> <ul style="list-style-type: none"> • flexibilidade. <i>Benefícios Financeiros</i> <ul style="list-style-type: none"> • possibilidade de grande sucesso. 	<i>Confrontações destrutivas</i> <ul style="list-style-type: none"> • rapidez nas decisões; • disputas familiares que extravasam para dentro do negócio. <i>Regras paternalista/ autocrática</i> <ul style="list-style-type: none"> • resistência a mudanças; • política de segredo. • Atração de personalidades dependentes <i>Carga Financeira</i> <ul style="list-style-type: none"> • membros da família explorando a galinha dos ovos de ouro; • desequilíbrio entre contribuição e compensação. <i>Dramas sucessórios</i>

QUADRO 4 – Empresas controladas por famílias

Fonte: Vries (2003,p,64)

Gersick et al (1997,p.104) descrevem a empresa familiar como “a composição de três sub-sistemas independentes, que apresentam certa interpenetração: empresa (gestão), família e propriedade”. Davis (2003), co-autor desse modelo criado na *Harvard University*, incorporou, posteriormente, a dimensão **tempo**, já que: a empresa é lançada, expande-se e alcança a maturidade; a família passa pelas etapas de formação organizacional, entrada dos descendentes do fundador, trabalho conjunto e transferência de comando para gestores profissionais; a propriedade passa pelas etapas do proprietário controlador (fundador), sociedade de irmãos (segunda geração) e consórcio de primos (terceira geração).

Nesse contexto, Gersick et al (1997) observam que:

[...] os momentos mais desafiadores e cruciais das empresas familiares são os momentos de transição acima mencionados de cada um dos três subsistemas – empresa, família e propriedade. Nesses *pontos de inflexão*,

são feitas escolhas relevantes, as quais modelarão o futuro organizacional; tais momentos se caracterizam pela necessidade dessas escolhas e pelas elevadas incertezas associadas às mesmas.

Com base no três subsistemas, Álvares (2003, p.33-38) menciona quatro modalidades de estruturas organizacionais familiares:

- 1) *estrutura fusionada*, em que a interpenetração dos três subsistemas é elevada (existe quase que uma *sobreposição total* dos subsistemas);
- 2) *estrutura indiferenciada*, na qual as identidades da família e da empresa se confundem (há grande interpenetração dos subsistemas empresa e família);
- 3) *estrutura diferenciada*, em que a família e a empresa têm identidades próprias (a intersecção entre os três subsistemas é moderada);
- 4) *estrutura separada*, em que há completa separação entre família, empresa e propriedade.

A decisão de entender se há necessidade e se o momento é oportuno para capitalizar a empresa normalmente esbarra na preservação da liquidez do investimento para os acionistas. BERNHOEFT e GALLO, (2003, p.53) citam uma série de fatores determinantes que influenciam a tomada de decisões baseada na liquidez, conforme pode ser visto no quadro abaixo.

OCASIONAIS	FAMILIARES	FINANCEIROS
<ul style="list-style-type: none"> • morte de acionista; • divórcio de acionista; • novo casamento de acionista; • falência pessoal de acionista ou familiar; • negócios pessoais (criação ou dificuldades); • crises financeiras do acionista ou familiares; • cisão societária não-prevista; • seqüestro de acionista ou familiar; • incapacidade física ou mental do acionista. 	<ul style="list-style-type: none"> • conflitos familiares/ quebra de valores e relações/ divergências entre herdeiros; • conflito entre sócios ativos e passivos; • diversidades marcantes no padrão de vida; • desconhecimento sobre os resultados da empresa; • dependência financeira dos rendimentos da empresa; • aumento das responsabilidades familiares dos acionistas; • concentração etária. 	<ul style="list-style-type: none"> • insatisfação com dividendos; • uso de dividendos para sobrevivência; • excessiva concentração dos investimentos dos acionistas na empresa; • inexistência de patrimônio ou investimentos alternativos; • falta de liquidez para capitalizar as famílias; • falta de controle na pulverização acionária; • desconhecimento do crescimento de dependentes na família.

QUADRO 5 – Fatores que aumentam a demanda por liquidez

Fonte: Bernhoeft e Gallo (2003, p.54)

A visão da empresa familiar é relevante para uma melhor compreensão do “**conflito de agência**” entre acionistas majoritários e acionistas minoritários excluídos do controle, que ocorre, em grande medida, em companhias controladas por famílias e grupos de controle familiares (mas não exclusivamente). Aspectos como a dificuldade de compartilhamento de poder e o nepotismo - este último identificado por Leal (2002, p.65), são relevantes para a caracterização do **conflito de agência** em tela.

2.4.11 Visão informacional

A visão informacional da governança corporativa é identificada por Turnbull (1997), e o seu foco é a integridade das informações que chegam aos tomadores de decisões (no caso das companhias abertas, os integrantes do Conselho de Administração). Segundo o autor, tal abordagem fundamenta-se, em grande parte, na teoria da informação.

Shannon (apud TURNBULL, 1997), fundador da teoria da informação, demonstra que informações confiáveis podem ser obtidas de canais não confiáveis que operem em paralelo. Transpondo tal consideração ao contexto da governança corporativa, Turnbull (1997) afirma que os Conselhos devem captar informações de diferentes públicos relevantes (*stakeholders*), para evitar vieses, distorções e erros. Baseado no mesmo princípio, o autor ainda aponta a vantagem de existência de mais de um Conselho envolvido nas decisões organizacionais.

A visão informacional proposta por Turnbull (1997), orientada para a produção de informações confiáveis visando a uma atuação mais efetiva de Conselhos, deve ser ampliada para abranger a prestação de informações aos mercados financeiros e de capitais e aos públicos relevantes (*stakeholders*) em geral. Isso tendo em vista as exigências dos governos, das entidades regulamentadoras, dos investidores e da sociedade com respeito à transparência informacional.

2.4.12 Visões adicionais (visão do poder, visão cultural e outras)

A visão do poder é identificada por Turnbull (1997) e trata do poder de atuação de indivíduos ou grupos em âmbito organizacional. De acordo com o autor, mesmo quando públicos relevantes (*stakeholders*) têm o conhecimento e o desejo de agir, isso não terá utilidade, a não ser que eles também tenham o poder de agir.

O autor menciona a relevância da informação e da transparência como elementos de controle no âmbito da abordagem do poder, observando que parte das informações relevantes controladas pelos administradores não chega aos conselheiros. Ainda acrescenta que decisões apropriadas requerem informações apuradas, em tempo hábil, suficientes e gerenciáveis.

Adicionalmente, o autor identifica a visão cultural da governança corporativa e considera o contexto que permeia as transações **intrafirmas e interfirmas**, abrangendo os aspectos culturais que influenciam o modo como as transações são feitas. Para ele, o estudo do contexto no qual ocorrem as transações permite tratar a influência de aspectos culturais como religião, comprometimento com empregados (caso do Japão) e o nível de confiança entre os agentes econômicos na formação de alianças estratégicas entre firmas e na realização de negócios em geral.

Em estudo que contempla as modificações feitas na **Lei das Sociedades Anônimas** (Lei nº 6404, 15/12/76, modificada pela Lei 10.303, 31/10/01), Gorga (2003), baseada na obra de Douglass North, demonstra como as condições culturais específicas do contexto nacional influíram na revisão legal, evitando que fossem introduzidas modificações que produzissem maior impacto no mercado brasileiro de capitais. A visão cultural oferece amplas oportunidades de avaliar a governança corporativa das firmas em diferentes países e regiões e permeia, ainda que de forma não estruturada, os estudos comparativos sobre o tema em países como os EUA, Reino Unido, Alemanha, Japão, França, Itália, Brasil e outros.

Os modelos e visões da governança corporativa até aqui apresentados não esgotam as possibilidades, pois existem outras perspectivas a serem exploradas:

- a) a visão da arquitetura organizacional, a qual constitui a perspectiva de análise da construção de sistemas orientados para as **grandes funções** de governança, como fiscalização e auditoria, relacionamento com públicos relevantes, produção de informações para públicos relevantes, gestão de riscos organizacionais, construção da estratégia e tomada de decisões estratégicas, dentre outras. Tal visão é de interesse dos construtores de sistemas de governança corporativa e códigos de governança corporativa e das agências de *rating* de governança corporativa;
- b) a visão da fiscalização e auditoria, que ganhou evidência com os casos *Enron Corporation* e *WorldCom*, dentre outros, e que contempla a discussão sobre tópicos como a atuação de auditorias independentes, procedimentos éticos desejáveis dessas firmas, prestação de serviços de auditoria *vis-à-vis* da prestação de serviços de consultoria pela

mesma firma, atuação de conselhos fiscais e de comitês de auditoria, dentre outros;

- c) a visão do relacionamento com públicos relevantes, especialmente investidores do mercado de capitais, a qual constitui a perspectiva adequada para a discussão de tópicos como as áreas RI e suas responsabilidades, o **papel** e o desempenho dos profissionais de RI, a comunicação apropriada com os diferentes tipos de agentes do mercado de capitais, melhoria da percepção de investidores acerca do desempenho das companhias, dentre outros;
- d) a visão dos riscos, que também ficou em evidência com os **escândalos corporativos**, acima citados. Políticos norte americanos, à luz desses eventos, promoveram uma grande intervenção no mercado de capitais daquele país, com desdobramentos significativos em mercados de outros países, incluindo o Brasil: a aprovação do *Sarbanes-Oxley Act* (30/07/02), o qual impõe exigências de grande abrangência e impacto, ressaltando-se a obrigatoriedade de presidentes e diretores financeiros assinarem declarações atestando a veracidade de informações contábeis, o monitoramento acurado do ambiente de riscos da companhia, a adoção de códigos de ética e a disciplina das atividades de auditoria e consultoria;
- e) a visão do sistema de decisões estratégicas (SDE), que constitui a perspectiva para a discussão de tópicos como a estratégia corporativa e as estratégias de empresas coligadas e controladas, processos, sistemas e ferramentas de tomada de decisão;
- f) a visão da estratégia, que constitui a perspectiva para a discussão das diversas vertentes que caracterizam o pensamento estratégico organizacional, amplamente tratado pela literatura acadêmica;
- g) outras perspectivas emergentes.

O quadro 6 apresenta, de forma sintética, os modelos e visões citados, bem como os fundamentos e os autores mencionados (em ordem alfabética):

MODELOS, VISÕES E AUTORES	ASPECTOS RELEVANTES
<p>VISÃO DO NEXUS DE CONTRATOS Hawley e Williams (2000) Jensen e Meckling (1976)</p>	<p>FIRMA: um nexus de contratos explícitos e implícitos que regulam o relacionamento com diversos públicos.</p> <p>GOVERNANÇA CORPORATIVA: coordenação desse conjunto de relações contratuais, objetivando a união da organização e a defesa dos interesses dos públicos citados.</p>
<p>MODELO FINANCEIRO Bearle e Means (1932) Hawley e Williams (2000) Jensen e Meckling (1976) La Porta et al. (1999) Leal (2002) Procianny (2002) Schleifer e Vishny (1997) Valadares (1998)</p>	<p>FIRMA: um nexus de contratos explícitos e implícitos que regulam o relacionamento com diversos públicos, cujo contrato mais relevante é aquele estabelecido com os proprietários.</p> <p>GOVERNANÇA CORPORATIVA: alinhamento dos interesses de proprietários e administradores – ou de acionistas majoritários e minoritários (em mercados com elevada concentração de propriedade), objetivando a maximização da riqueza criada para os proprietários – o público relevante a ser contemplado.</p>
<p>MODELO DOS PÚBLICOS RELEVANTES (STAKEHOLDERS) Clarkson (1996) Porter (1992) Turnbull (1997)</p>	<p>FIRMA: um sistema de grupos de públicos relevantes (<i>stakeholders</i>) primários – um conjunto complexo de relacionamentos entre grupos com diferentes direitos, objetivos, expectativas e responsabilidades.</p> <p>GOVERNANÇA CORPORATIVA: maximização da riqueza criada para todos os <i>stakeholders</i> primários.</p>
<p>VISÃO ESCLARECIDA DOS PÚBLICOS RELEVANTES (STAKEHOLDERS) Copeland (2000) Jensen (2001)</p>	<p>FIRMA: um instrumento de maximização do seu próprio valor de mercado e, conseqüentemente, do bem estar social.</p> <p>GOVERNANÇA CORPORATIVA: gestão baseada em valor econômico de múltiplas demandas dos públicos relevantes (<i>stakeholders</i>).</p>
<p>VISÃO DA ECONOMIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO Williamson (1985)</p>	<p>FIRMA: um mecanismo de coordenação econômica ou de governança.</p> <p>GOVERNANÇA CORPORATIVA: contratação diferenciada entre a firma e diferentes contrapartes, objetivando a redução de riscos e do custo de capital.</p>
<p>VISÃO DO CAPITALISMO FIDUCIÁRIO Hawley e Williams (2000)</p>	<p>FIRMA: elemento de um portfólio de organizações, gerenciado por um agente fiduciário.</p> <p>GOVERNANÇA CORPORATIVA: alinhamento dos interesses dos proprietários finais, dos agentes fiduciários e dos administradores da organização, bem como monitoramento da economia e políticas de apoio a programas que afetem positivamente o crescimento e o desempenho econômico, objetivando a valorização de portfólios.</p>
<p>MODELO POLÍTICO Hawley e Williams (2000) La Porta et al. (1999) Leal (2002) Pound (1992) Schleifer e Vishny (1997) Turnbull (1997)</p>	<p>FIRMA: uma entidade submetida à influência do ambiente institucional e do Estado, com alguma capacidade de influenciar nos mesmos.</p> <p>GOVERNANÇA CORPORATIVA: adequação dos investidores aos movimentos do ambiente institucional e do Estado.</p>
<p>MODELO DE PROCURADORIA Hawley e Williams (2000) Pound (1992) Turnbull (1997)</p>	<p>FIRMA: uma entidade orientada para a maximização da riqueza dos acionistas, através da boa condução dos negócios.</p> <p>GOVERNANÇA CORPORATIVA: atuação competente de conselheiros, diretores e demais administradores na busca de rentabilidade e do sucesso da organização.</p>

<p>VISÃO CULTURAL Copeland (2000) Jensen (2001)</p>	<p>FIRMA: uma entidade inserida em um contexto cultural mais amplo, afetada pelo mesmo. GOVERNANÇA CORPORATIVA: compreensão e equacionamento das influências culturais que influem nas alianças estratégicas e nos negócios em geral.</p>
<p>VISÃO DO PODER Procianny (2002) Turnbull (1997)</p>	<p>FIRMA: uma entidade que abriga disputas de poder entre os integrantes das diversas instâncias de decisão. GOVERNANÇA CORPORATIVA: equacionamento dos mecanismos que desequilibram as relações de poder na cúpula da organização.</p>
<p>VISÃO INFORMACIONAL Grinblatt e Titman (1998) Turnbull (1997) Yamamoto (2002)</p>	<p>FIRMA: uma entidade a ser controlada. GOVERNANÇA CORPORATIVA: Controle adequado das informações relevantes pelo Conselho de Administração (e Fiscal, no caso do Brasil), por proprietários e por outros públicos relevantes (<i>stakeholders</i>).</p>

QUADRO 6 - Modelos e visões da governança corporativa

Fonte: Elaborado por Brandão e adaptado pelo Autor.

2.5 Governança corporativa e a empresa moderna

Segundo Steinberg (2003, p.18):

Há de tudo nas organizações. Um dirigente busca garantir sobrevivência, outro busca significado, um terceiro quer usar a empresa para o exercício de sua vaidade. Há, também, quem só pense em atravessar o caminho de um parente ou desafeto e quem simplesmente queira vender tudo, ao preço mais elevado possível, a um potencial controlador. Imagine a confusão quando existem diversos sócios ou familiares, cada um com agenda própria.

A transparência nas metas dos sócios e nos objetivos da administração é condição *“sine qua non”* para a sobrevivência da empresa. Cabe à alta administração adotar boas práticas de governança corporativa e ética. O empresário Villares (5º encontro do IBRI), afirma que “uma organização pode ter os melhores princípios de ética e não ter boa governança corporativa. Já a recíproca não é verdadeira. A adoção de boas práticas de governança significa também a adoção de princípios éticos”.

Os especialistas nacionais e internacionais defendem como princípios fundamentais da boa governança corporativa a transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*), cumprimento das leis (*compliance*) e ética (*ethics*), tendo como pilares básicos a propriedade (acionistas), o Conselho de Administração, a Diretoria Executiva e a Auditoria Independente.

Pode-se dizer que a empresa moderna é aquela que possui bons padrões de governança corporativa e que consegue transmiti-los a todos seus *stakeholders*.

Não basta a empresa ter um bom produto que atenda aos requisitos exigidos pelos seus consumidores, é necessário também que ela seja socialmente responsável, isso é, seus produtos devem ser produzidos dentro de critérios de não agressão ao meio ambiente. Ademais, seus funcionários devem ter condições de trabalho adequadas e acesso à alimentação, saúde e transporte; a coletividade próxima às instalações da empresa deve estar inserida nos programas de inclusão social; tudo isso sem perder de vista a razão principal de ser da empresa: remunerar condizentemente o capital dos acionistas investido na empresa, ou seja, obter lucro.

Resumindo o acima exposto, pode-se dizer que a empresa moderna precisa estar comprometida com as boas práticas de governança corporativa e com a responsabilidade social, além de remunerar condizentemente seus investidores. O conceito de empresa moderna tem evoluído para o de companhias que conseguem apresentar “sustentabilidade corporativa” que engloba três conceitos básicos: governança corporativa, responsabilidade social e responsabilidade ambiental. Segundo Villares (2003):

A sustentabilidade corporativa deve ser baseada nos mais altos padrões de governança corporativa. Incluindo responsabilidade administrativa, competência organizacional, cultura da empresa e relações com *stakeholders*.

Os negócios influenciam a geração de valor no longo prazo; a conduta de negócio destrutiva ao ambiente natural ou social provoca custos diretos ou indiretos onerosos (penalidades formais, como multas, ou perda de valor em relacionamentos deteriorados com partes interessadas importantes, como, fornecedores, empregados, acionistas, etc.). A busca do crescimento sustentável cria novas oportunidades comerciais para negócios capazes de desenvolver e comercializar novos produtos e serviços, que ajudam a alcançar os objetivos de sustentabilidade.

2.6 Governança corporativa e o Novo Mercado da BOVESPA.

O movimento pela adoção de “boas práticas de governança corporativa” intensificou-se a partir de meados da década passada. Nos EUA, um representante desse movimento foi o ativismo do Fundo CalPERS (Califórnia Public Employees Retirement System), que passou a exigir das empresas das quais detinha participação acionária uma postura de maior *disclosure* e também um assento nos Conselhos de Administração. Na Inglaterra, o Relatório Cadbury foi o responsável pela eclosão de um intenso movimento para que as empresas adotassem boas práticas de governança corporativa, como forma de evitar os escândalos ocorridos no passado.

Na América Latina, a adoção das boas práticas de governança corporativa passou a ser mais exigida após o processo de privatização que assolou o continente. Isso ocasionou a redução substancial de empresas estatais e atraiu um contingente de investidores estrangeiros, que começaram a cobrar maior transparência e respeito aos direitos dos acionistas minoritários.

No Brasil, esse movimento foi complementado com a implantação, pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, em dezembro de 2000, por meio das resoluções nº.s 264 e 265 do Conselho de Administração do órgão, de três novos segmentos especiais para listagem de ações, denominados Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa I e II. Esses segmentos foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Embora tenham fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham abrir o capital, enquanto os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa I e II são mais direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA.

O segmento Novo Mercado foi desenvolvido tendo como base o *Neuer Market* da Alemanha, criado para incentivar a abertura de capital de empresas de alta tecnologia e ligadas à Internet, na esteira do movimento originado nos mercados de capitais americano e europeu no período 2000/ 2001. Esse movimento sofreu forte retrocesso com o “estouro da bolha” nos preços das ações dessas empresas (os preços das ações encontravam-se inflados, em patamares super-dimensionados em relação ao retorno proporcionado pelas empresas). Por conseguinte, o *Neuer Market* acabou sendo desativado pela Bolsa de Frankfurt ao final de 2003.

No caso brasileiro, a intenção era aumentar a transparência com um maior volume de informações que facilitassem o acompanhamento e a fiscalização da administração e controladores das empresas, refletindo-se no nível de preços das ações e possibilitando atração de novas empresas para abrirem o capital.

A premissa básica que norteou a criação do Novo Mercado, segundo a BOVESPA, é que os investidores valorizam as boas práticas de governança corporativa, tendo em vista que os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade

das informações prestadas reduzem as incertezas no processo de avaliação e, conseqüentemente, o risco. A redução do risco gera uma melhor precificação das ações, que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões de ações de empresas já listadas, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de captação de recursos pelas empresas para fazer frente ao financiamento dos seus investimentos.

Estudos realizados por professores da Harvard University, dentre eles o *Legal Determinants of External Finance*, elaborado em 1997 por La Porta *et al*, atestam que “quanto mais rígida a regulamentação de um país em termos de proteção aos direitos dos acionistas, mais forte é seu mercado acionário”. Assim, conforme tabela abaixo:

TABELA 1 - Direitos dos acionistas e grau de desenvolvimento do mercado

	DIREITOS	CAPITALIZAÇÃO EMPRESAS/MILHOES DE HABITANTES*	IPOS/MILHÕES DE HABITANTES*
Direitos dos Minoritários	0,19	12,05	0,14
25% menores	0,39	20,03	0,97
50% intermediários	0,58	35,68	2,05
25% maiores			
Uma Ação, um Voto			
Não	0,32	20,10	0,87
Sim	0,65	26,76	1,48
Enforcement			
25% piores	0,28	8,51	0,28
50% intermediários	0,47	22,36	0,89
25% melhores	0,36	33,08	1,85

Fonte: La Porta et. al (July 1997). * Média de 49 países.

Na tabela acima, verifica-se que os indicadores do grau de desenvolvimento do mercado, como capitalização do mercado/ PIB, número de empresas/ milhão de habitantes e número de aberturas de capital/milhão de habitantes, são mais sólidos nos países onde os acionistas minoritários contam com maiores garantias.

A adesão de uma empresa ao Novo Mercado é feita de forma voluntária e concretizada com a assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a BOVESPA. Nesse contrato, as partes assumem a adoção de uma série de compromissos de governança corporativa, adicionalmente aos já existentes na legislação (Lei de S/As., e instruções da CVM).

Esses compromissos adicionais referem-se à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e fiscalização dos atos da administração e dos

controladores da companhia e à adoção de regras societárias que equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente de sua condição de controlador ou investidor. A não observância dessas regras submete a empresa a uma série de penalidades previstas no contrato, desde simples repreensão, passando por aplicação de multas e culminando com a rescisão contratual, que obriga as companhias a efetuarem uma oferta pública de compra de ações – OPA.

A BOVESPA define Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa como "a existência de um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores, considerado importante para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia". A adesão a essas "Práticas" distingue a companhia, dependendo do grau de compromisso assumido, em dois segmentos, Nível I e Nível II. (site:www.bovespa.com.br, acessado em 15/01/2005).

As companhias no Nível I comprometem-se, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com o aumento da dispersão acionária. Já as companhias Nível II, além da aceitação das obrigações contidas no Nível I, devem adotar um conjunto bem mais amplo de Práticas de Governança Corporativa e de direitos adicionais para os acionistas minoritários.

Segundo consta no site www.bovespa.com.br, o objetivo principal da criação dos Níveis I e II de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa foi incentivar que as companhias abertas, já listadas na BOVESPA, por meio da adoção dessas práticas, passassem a ter seus valores mobiliários valorizados no mercado de ações. Dessa forma, as empresas poderiam, no futuro, efetuar novas captações de recursos por preços mais atrativos, reduzindo assim o custo de capital. No que se refere à adesão das empresas aos segmentos de negociação do Novo Mercado e dos Níveis I e II, isso não se verificou com a velocidade que os participantes do mercado acionário esperavam, e tais aspectos serão abordados neste capítulo.

No nível Novo Mercado, até abril de 2004, haviam sido listadas apenas duas empresas: a Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo – SABESP, empresa remanescente do segmento normal de negociação da BOVESPA, e a Companhia de Concessões Rodoviárias S/A. – CCR, que abriu o seu capital em fevereiro de 2002. A partir de maio e até o final de 2004, cinco novas empresas abriram o capital com registro nesse segmento de mercado: CPFL Energia S/A., Diagnósticos da América S/A. – DASA, Grendene S/A., Natura Cosméticos S/A. e Porto Seguro S/A. Em dezembro de 2004, constavam como

listadas no Nível I trinta e três empresas e, no Nível II, sete companhias, de um total de 391 registradas para negociação na BOVESPA.

Mesmo considerando que, em termos proporcionais, o número de empresas que aderiram a esses novos segmentos de mercado, comparado ao universo de empresas registradas na BOVESPA, seja relativamente baixo, vale destacar as declarações do Sr. Daniel Blume, da OECD (*Organization for Economic and Cooperation Development*), órgão ligado ao Banco Mundial:

[...] o Brasil é o país onde as práticas de boa governança estão mais avançadas e mais evoluíram nos últimos cinco anos, numa comparação com Argentina, Chile, Colômbia e Peru. (5º Encontro sobre Governança Corporativa na América Latina - revista Razão Contábil - Novembro 2004, p.17).

2.6.1 Segmento de listagem: Novo Mercado

Podem ser admitidas à negociação nos segmentos do Novo Mercado quaisquer empresas que implementem as boas práticas de governança corporativa fixadas no Regulamento de Listagem elaborado pela BOVESPA. Os públicos-alvos são as companhias que irão abrir seu capital, sendo exigido, para tanto, uma distribuição pública mínima de R\$ 10 milhões, seja ela primária ou secundária ou, ainda, uma combinação de ambas; e aquelas já listadas na BOVESPA com apenas ações ordinárias ou que possam, no caso de existência de ações preferenciais, convertê-las em ordinárias, sendo exigido que as empresas possuam, pelo menos, 500 acionistas, não havendo a necessidade de ser efetuada uma distribuição pública de ações para esse fim.

Para ser considerada companhia do Novo Mercado, é necessária a assinatura do contrato de Participação no Novo Mercado. Entre as obrigações constantes desse contrato, a companhia concorda em aderir à Câmara de Arbitragem do Novo Mercado, cujo objetivo principal é agilizar a solução de eventuais conflitos societários, considerando que as partes (companhia, controladores, administradores e BOVESPA) obrigam-se a não recorrer ao Poder Judiciário, a não ser nos casos previstos no Regulamento de Arbitragem.

Entre os requisitos para a listagem do Novo Mercado, os mais fortes são os compromissos societários, que garantem maior equilíbrio de direitos para todos os acionistas, com destaque para:

- a) a empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito ao voto;
- b) em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas (*tag along*), assegurando o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor (princípio da isonomia);
- c) em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Novo Mercado, o controlador fará uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, tomando por base o valor econômico da companhia;
- d) o Conselho de Administração da companhia deve ser composto por no mínimo cinco membros, com mandato unificado de um ano;
- e) a companhia não deve ter Partes Beneficiárias em circulação.

Outro grupo importante de compromissos que as empresas listadas no Novo Mercado assumem perante os investidores é o fornecimento de informações que auxiliem na avaliação sobre o valor da companhia: balanços consolidados, fluxo de caixa, abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital total e quantidade de ações em circulação. Ademais, divulgação da existência de acordos de acionistas, programa de opções para funcionários e administradores, divulgação de balanços intermediários com parecer especial de Auditores Independentes, elaboração de demonstrações financeiras anuais de acordo com padrões internacionais – US GAAP ou IAS e realização de pelo menos uma reunião pública anual com analistas e outros interessados.

Um dos principais objetivos do Novo Mercado é que haja maior dispersão acionária e liquidez das ações no mercado. Nesse sentido, as empresas devem manter um percentual mínimo de 25% de ações em circulação (excetuando-se aquelas ligadas ao controle da companhia). Nas emissões públicas de ações, deve-se assegurar a participação de pessoas físicas ou investidores não institucionais em, no mínimo, 10% do total da oferta a ser distribuída.

A BOVESPA criou o IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada, visando a dar maior destaque às empresas que possuem boa governança corporativa. O IGC é um índice ponderado por um fator crescente

conforme o segmento de listagem, Nível I, Nível II ou Novo Mercado; e por um valor de mercado das empresas com base nas ações em circulação.

2.6.2 Segmento de listagem: Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa – Níveis I e II

No segmento de “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa”, a ênfase recai sobre os esforços da empresa na relação com os investidores, aumentando o seu potencial de valorização no mercado. As companhias Nível I comprometem-se, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As principais práticas a serem seguidas pelas empresas nesse segmento são:

- a) a manutenção, em circulação, de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital social;
- b) a realização de ofertas públicas de colocação de ações, por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- c) a melhoria nas informações prestadas trimestralmente, dentre as quais a exigência de consolidação e revisão especial por Auditores Independentes;
- d) o cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- e) a divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- f) a disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

Para a classificação como companhia do Nível II, além da aceitação das obrigações contidas no Nível I, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de Práticas de Governança Corporativa e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, destacando-se os seguintes:

- a) mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- b) balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- c) extensão, para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais;

- d) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;
- e) obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, na hipótese de fechamento do capital ou cancelamento do registro nesse Nível II;
- f) adesão à Câmara de Arbitragem, para resolução de conflitos societários.

Dentro do atual contexto do mercado acionário brasileiro, observa-se que as novas empresas, ao abrirem o capital, têm procurado aderir às Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível II e do nível Novo Mercado, visando a alcançar melhores preços para suas ações. As empresas tradicionais, abertas há mais tempo, têm feito um processo lento de migração para o Nível I. A seguir, apresenta-se um quadro resumo com as obrigações assumidas pelas empresas, quando da adesão ao Novo Mercado da BOVESPA.

Práticas de governança corporativa	Nível - I de práticas diferenciadas	Nível - II - de práticas diferenciadas	Novo Mercado
Boas práticas de governança corporativa	SIM	SIM	SIM
Transparência "Disclosure"	Cumprir regras de "disclosure" em operações envolvendo ativos de emissão da companhia pelos acionistas controladores ou administradores da empresa	Cumprir regras de "disclosure" em operações envolvendo ativos de emissão da companhia pelos acionistas controladores ou administradores da empresa	Adicionalmente, informações que auxiliem na avaliação sobre valor da companhia (balanços consolidados, fluxo de caixa, abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital total, quantidade de ações em circulação)
Obrigatoriedade de Divulgação	Acordos de acionistas e programas de "stock options"	Acordos de acionistas e programas de "stock options"	Acordos de acionistas, programas de "stock options" e divulgar balanços intermediários com parecer de Auditores Independentes
Demonstrações Financeiras	Melhoria nas informações prestadas trimestralmente e exigência de consolidação e revisão especial Auditores Independentes;	Disponibilização de balanço anual de acordo com padrões internacionais – US GAAP ou IAS	Disponibilização de balanço anual de acordo com padrões internacionais – US GAAP ou IAS
Eventos Corporativos	Disponibilização de calendário anual de eventos corporativos.	Disponibilização de calendário anual de eventos corporativos.	Adicionalmente, realizar ao menos uma reunião pública anual com analistas e outros interessados
Ações em Circulação	Ordinárias e Preferenciais	Ordinárias e Preferenciais	Deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito ao voto.
Venda do Controle Acionário e obrigatoriedade de estender as mesmas condições aos demais acionistas "tag along"	Não há obrigatoriedade do "tag along"	Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias do mesmo valor obtido pelo controlador e de 70% desse para detentores de ações preferenciais	Comprador estenderá oferta de compra a todos os demais acionistas ("tag along"), assegurando mesmo tratamento dado ao controlador vendedor (princípio da isonomia)
Fechamento de Capital ou Cancelamento do contrato do Novo Mercado (Valor Econômico)	Não há obrigatoriedade de realizar OPA	Obrigatoriedade de realizar oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico	Obrigatoriedade de realizar oferta pública de aquisição das ações em circulação, tomando por base o valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada
Conselho de Administração (Composição e mandato)	Sem restrições	Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração	Conselho de Administração da companhia composto por no mínimo cinco membros, com mandato unificado de um ano;

Direito a voto das Ações Preferenciais em algumas matérias	Sem restrições	Transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e assuntos em que possa haver conflito de interesse (controlador)	Não se aplica
Partes Beneficiárias	Sem restrições	Sem restrições	A companhia não deve ter Partes Beneficiárias em circulação
Distribuição Pública de Ações	Sem restrições	Sem restrições	Mínima de R\$ 10 milhões, seja ela primária ou secundária ou uma combinação de ambas
Dispersão de Ações	Sem restrições	Sem restrições	Exigido das empresas pelo menos 500 acionistas.
Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos	Não há obrigatoriedade	Obrigatoriedade de Adesão	Obrigatoriedade de Adesão
Maior dispersão acionária e liquidez das ações no mercado	Manutenção, em circulação, de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital social	Manutenção, em circulação, de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital social	Manter um percentual mínimo de 25% de ações em circulação (excetuando-se aquelas ligadas ao controle da companhia)
Ofertas Públicas de Colocação de Ações	Realização de ofertas públicas de colocação de ações, por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.	Realização de ofertas públicas de colocação de ações, por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.	Adicionalmente, nas emissões públicas de ações, deve-se assegurar a participação de pessoas físicas ou investidores não institucionais em, no mínimo, 10% do total da oferta a ser distribuída

QUADRO 7 - Práticas de governança corporativa do Novo Mercado-BOVESPA.

Fonte: elaborado pelo autor

3 IDENTIFICAÇÃO DOS FATORES QUE INIBEM A ADESÃO DE EMPRESAS AO NOVO MERCADO DA BOVESPA, SOB O ENFOQUE DE CUSTOS.

3.1 Fatores inibidores da adesão de empresas ao Novo Mercado da BOVESPA.

Passados quatro anos desde a criação pela BOVESPA dos segmentos de negociação do Novo Mercado e Níveis I e II de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, tem-se a percepção de que as empresas que possuem ações listadas nesses segmentos são mais bem avaliadas pelo mercado.

Em estudo recente realizado pela Revista Capital Aberto, com o apoio dos dados da *Thomson Financial* e da *Economática* (banco de dados sobre mercado de capitais), verifica-se que, quando da comparação do múltiplo *EV/ Ebitda - Enterprise Value/Earning Before Income Taxes Depreciation and Amortization* (relação entre o valor da companhia em bolsa e a geração operacional de caixa) das companhias que fizeram ofertas públicas de ações em 2004 – incluindo na amostra as que abriram seu capital e as que já estavam listadas há mais tempo, os investidores dispuseram-se a pagar mais por ações de companhias listadas nos segmentos de bolsa que exigem boas práticas de governança corporativa (revista Capital Aberto, – Janeiro 2005, p.31). Assim, segundo tabela abaixo:

TABELA 2 - Efeitos da governança corporativa nos preços das ações

EMPRESA	DATA DO LANÇAM.	EV. NO LANÇAM.	EBITDA 2004	EV/EBITDA LANÇAM.	EV/EBITDA ATUAL
Suzano	21/11/2003	4.376.720	1.097.000	3,99	4,94
VCP	12/12/2003	8.451.137	1.400.000	6,04	7,52
CCR*	26/04/2004	3.071.218	727.000	4,22	8,51
Natura *	26/05/2004	3.595.192	431.000	8,34	14,00
Gol +	24/06/2004	4.837.008	501.000	9,65	13,07
ALL +	25/06/2004	2.913.796	354.000	8,23	9,77
Weg	06/09/2004	4.683.188	600.134	7,80	7,42
Braskem	23/09/2004	15.469.706	2.609.000	5,93	6,36
CPFL En.*	28/09/2004	12.165.091	1.636.000	7,44	7,58
Sabesp*	28/10/2004	10.290.262	1.897.000	5,42	5,95
Grendene*	29/10/2004	3.333.326	276.667	12,05	11,05
DASA*	19/11/2004	1.385.849	99.067	13,99	13,67

Fontes: Thomson Financial Brasil, Economática e Balanços. Publicado na revista Capital Aberto - Janeiro de 2005, p. 32).

Na tabela acima, a geração operacional de caixa utilizada no mercado pelo termo na língua inglesa *EBITDA*, em 2004, é a média das projeções dos analistas de mercado apuradas pela *Thomson Financial Brasil* na segunda semana de dezembro/2004. Nos casos de Weg, Grendene e DASA, foram utilizados para efeito de cálculo aproximado os valores de *EBITDA* de 9 meses de 2004, anualizados devido à falta de projeções de analistas. *EV* é o valor de mercado da companhia adicionado de sua dívida líquida, calculado pela Economatica. Esses valores de *EV* e *EBITDA* estão em R\$ mil, e o *EV* atual foi calculado com base nas cotações de 14/12/2004. As companhias identificadas pelo (*) estão listadas no Novo Mercado, as por (+) no Nível 2 e as demais no Nível 1 de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa.

Dessa forma, é possível observar que as empresas ALL, DASA, Gol, Grendene e Natura foram avaliadas a múltiplos bem superiores aos de companhias registradas no Nível I de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa da BOVESPA. Esse segmento prevê uma série de exigências de transparência, mas está longe de aproximar os direitos das ações ordinárias e preferenciais, como é o caso dos segmentos de Novo Mercado e Nível II, nos quais a diferença básica entre eles é a existência de ações preferenciais e “*tag along*” diferenciado.

Nesse sentido, vale ressaltar que algumas empresas do segmento Nível II, como Celesc, Net, Gol e ALL, passaram a oferecer aos seus investidores preferencialistas o direito ao “*tag along*” de 100%. Isso significa que, caso ocorra a venda do controle acionário da companhia, os preferencialistas estarão obtendo condições idênticas aos ordinaristas, ficando, como única diferença com as empresas negociadas no segmento Novo Mercado, a existência de ações preferenciais. Então, seria possível afirmar que, dentro do segmento Nível II, está surgindo um sub-segmento de empresas nobres, ou o “Nível II Plus”.

Diante do exposto, questiona-se se as empresas que aderem às boas práticas de governança corporativa são mais bem avaliadas pelo mercado; desse modo, qual o motivo da não ocorrência de um maior número de adesões a esses segmentos de mercado por parte das companhias listadas na BOVESPA.

Procurou-se identificar quais os fatores que inibem a migração das empresas já listadas na BOVESPA, por meio de uma série de fatores a serem desenvolvidos a seguir.

3.1.1 Fatores culturais e de propriedade

Normalmente, ao tratar-se do tema governança corporativa, é necessário focar as empresas cujas ações estão negociadas nas bolsas de valores. No entanto, este se aplica, também, às demais empresas de todos os tamanhos e estágios de desenvolvimento. As grandes empresas, que cada vez mais têm aderido às boas práticas de governança corporativa e de responsabilidade social, têm exigido que também seus fornecedores, na medida do possível, passem a utilizá-las.

Ocorre que, na realidade brasileira, a grande maioria das empresas é controlada por grupos familiares e, em alguns casos, por sucessivas gerações de controladores pertencentes a uma mesma família. Assim, é comum que representantes da terceira ou quarta geração do fundador da companhia, que desenvolveram enraizadas políticas administrativas pouco transparentes, estejam atualmente no poder. Portanto, nesses casos, a adaptação dessas companhias às boas práticas de governança corporativa acontecerá de forma progressiva, porém lenta.

Nesse sentido, afirma Lank (2003, p. 97):

[...] essa transição será difícil para muitos empreendimentos familiares que, durante gerações, mantiveram política administrativa baseada em pouca transparência, e para os quais expressões como 'exposição', 'revelação' e 'transparência', são palavrões.

A maior diferença entre os mercados de capitais nos países mais desenvolvidos em relação aos em desenvolvimento reside na concentração do poder de controle nas companhias. Em mercados como o dos EUA, Inglaterra e Japão, verifica-se maior desconcentração na propriedade das ações. Nos EUA em especial, tem-se, como exemplo, a General Motors, na qual o maior acionista individual possui cerca de 6% das ações, não havendo, dessa forma, um controlador identificado, o que leva as empresas a contratarem profissionais qualificados para compor seu Conselho de Administração e Diretoria.

De forma oposta, nos mercados em desenvolvimento e, principalmente, na América Latina, a concentração dos grupos de controle é mais acentuada. Um recente estudo realizado pela empresa Economática enfocando o Brasil, Chile, Colômbia, Peru e mais um subgrupo de empresas emitentes de *American Depositary Receipts* (ADR's) na Argentina e no México, mostra que o maior acionista

individual dessas sociedades mantém, em média, 53% do total das ações, enquanto que os cinco maiores acionistas somam cerca de 80%. Em muitos casos, vários dos principais cinco acionistas representam, na verdade, o mesmo proprietário.

No Brasil, segundo o mesmo relatório, o mais marcante nas estruturas de controle é o uso generalizado de ações sem direito a voto. Cerca de 90% das 459 sociedades brasileiras de capital aberto possuem ações sem direito a voto, representando 120% do capital votante. Assim sendo, a alta concentração acionária indica que o controle societário é exercido pelos acionistas majoritários. Portanto, a preocupação com a governança corporativa na América Latina deve ser o conflito de interesses entre os acionistas majoritários e minoritários (investidores institucionais, nacionais e estrangeiros). Conforme tabela abaixo:

TABELA 3 - Concentração de participação acionária

PAÍS	AMOSTRA EMPRESAS ABERTAS	% DO MAIOR ACIONISTA	% DOS 3 MAIORES ACIONISTAS	% DOS 5 MAIORES ACIONISTAS
Argentina**	15	61%	82%	90%
Brasil*	459	51%	65%	67%
Chile*	260	55%	74%	80%
Colômbia*	74	44%	65%	73%
México**	27	52%	73%	81%
Peru*	175	57%	78%	82%
MÉDIA	168	53%	73%	79%

(*) Economática. (**) Formulários 20-F.

Fonte: Economática – Relatório de Governança Corporativa na América Latina – revista Razão Contábil - Tosta e Silva (nov-2004 – p. 20) - Dados Relativos a 2002.

Nos países latino-americanos, as empresas familiares enraizaram a influência herdada dos colonizadores espanhóis e portugueses, fato que privilegia a manutenção do poder em suas mãos (a acumulação de riqueza leva ao poder e vice-versa). Preferem possuir 100% do capital de uma empresa, que vale R\$ 100.000,00, e concentrar as decisões em suas mãos, do que deter 10% do capital de uma empresa que vale R\$ 1.000.000,00 (portanto, o mesmo valor investido), o que lhes daria um potencial de crescimento maior.

Já os controladores de companhias nos países de colonização anglo-saxônica (EUA, Inglaterra e Alemanha) não têm tanto apego à propriedade e dão maior importância às perspectivas de crescimento do lucro. Nesse sentido, os

controladores procuram alavancar suas operações mediante a captação de recursos nos mercados de capitais.

Desse modo, na avaliação do presidente da BOVESPA, Raymundo Magliano Filho:

[...] o futuro da Governança no País está muito mais ligado à conscientização cultural do que ao desenvolvimento de questões legais. Gosto muito de uma frase do Kofi Annan, secretário geral da ONU. Uma vez ele disse que, se quisermos que os países melhorem, que tenham mais democracia, mais crescimento, é fundamental que as empresas se listem nas bolsas de valores. Só assim elas estarão sob o controle da sociedade. No Brasil, somos muito legalistas, gostamos muito dos tribunais. Acho que é preciso mudar o enfoque. A questão da governança, hoje, está muito mais perto da democracia". (Fonte: Revista Razão Contábil – p. 18 – Novembro/2004).

Segundo estudo recente realizado pela ANIMEC (vide Apêndice B), a maioria das empresas familiares brasileira não está preparada para a democratização do capital, o que limita seu acesso a fontes de recursos mais baratos do que os fornecidos pelo sistema financeiro e de crédito. Esse fato reduz a rentabilidade, normalmente leva a um endividamento excessivo, diminui os investimentos necessários à modernização da empresa e, portanto, retarda seu desenvolvimento.

A questão da propriedade das ações está intimamente ligada ao arcabouço legal existente no país. A Lei nº 6.404/76, conhecida como a Lei de SAs, favorece a concentração do poder nas mãos de um controlador (individual ou grupo familiar), tendo em vista a fixação do limite mínimo para a proporcionalidade entre as ações ordinárias e preferenciais, que entram na composição do Capital Social das empresas.

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócios que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único: O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

No Brasil, tem-se uma situação interessante e ao mesmo tempo intrigante no que tange aos direitos dos investidores no mercado de ações: a raiz da questão

encontra-se na Lei 6404/76, (Lei das S/As.), no capítulo que se refere à composição do capital social das Sociedades Anônimas (com a redação dada pela Lei nº 10.303/01), que prevê, em seu artigo nº 15:

As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais ou de fruição.

[...]

§ 2º O número de ações preferenciais, sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

Com base no parágrafo 2º do artigo 15, deduz-se que o controle de uma S/A., será detido pelos acionistas que possuírem 50% mais 1 ação, todas ordinárias, o que corresponde a, aproximadamente, 16,67% do capital social da companhia, se este estiver representado na proporção de um terço em ordinárias e dois terços em preferenciais (Lei 6404/76). A grande maioria das companhias abertas negociadas na BOVESPA encontra-se nessa situação, contudo, a Lei 10.303/01 introduziu algumas alterações na Lei das S/As. Assim sendo, para as novas sociedades anônimas, constituídas a partir de 31.10.2001, a composição do capital social passou a ser de, no mínimo, 50% em ações ordinárias, com direito a voto, e de até 50% em ações preferenciais, sem direito a voto.

Com base nessa nova situação, o controle acionário da companhia passa a ser detido pelos acionistas que possuírem 50% mais 1 ação ordinária do capital social, desde que a empresa encontre-se com o capital representado por 50% em ações ordinárias e igual percentual em ações preferenciais. Significa que, no Brasil, com 25% mais 1 ação ordinária, é possível deter o controle do capital social de uma S/A.

Essa disposição legal faz com que a maioria das empresas encontre-se no limite da proporcionalidade entre ações ordinárias e preferenciais, permitindo que o controlador, o qual possui um número relativamente baixo de ações, concentre o poder de voto sobre as atividades e gestão da companhia.

Assim, tem-se uma situação que poderia ser descrita como a “Ditadura do Controlador”, quando, dependendo da composição do capital social entre ações ordinárias e preferenciais, observa-se que, com apenas 16,67% ou, na melhor das hipóteses, 25% do capital social, o Controlador aprova todas as decisões na companhia. Dessa forma, caberá aos demais acionistas acatar as deliberações, ou no caso dos acionistas minoritários, consignar nas atas do Conselho de

Administração, por intermédio de seu representante, sua discordância. Aos acionistas preferencialistas, por não disporem do direito de voto nas assembleias, somente lhes cabe acatar as decisões tomadas ou, caso discordem, vender suas posições acionárias no mercado.

Em países cujos mercados de capitais são mais desenvolvidos e onde o controle acionário das empresas encontra-se diluído entre vários investidores, essa concentração de poder não ocorre, e as decisões são normalmente submetidas pelos gestores à aprovação dos Conselhos de Administração, nos quais esses investidores estão devidamente representados, ou, ainda, às assembleias de acionistas. Essa concentração tem levado, em alguns casos, à constatação de abuso de poder e conflitos de interesses por parte do acionista majoritário em relação aos acionistas não controladores (minoritários).

A Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais - ANIMEC registra, em seu site, vários “cases” envolvendo o confronto entre o acionista controlador e os acionistas minoritários, nos quais a associação precisou intervir na defesa dos interesses dos acionistas não controladores. (site www.animec.com.br - acessado em 20/05/2005).

Nos principais países em desenvolvimento, em igualdade de condições com o Brasil para atrair recursos a seus mercados de capitais, a figura das ações preferenciais foi praticamente abolida. Em recente estudo elaborado pelo autor para a ANIMEC, foi verificado que Chile, Espanha e México eliminaram as ações preferenciais (preferentes, ou sem direito a voto), privilegiando a política de que, para cada ação que compõe o capital social, deve corresponder o direito a um voto. O objetivo principal de tal política é que todos os acionistas tenham tratamento equânime e que haja maior desconcentração na propriedade do capital. (vide Apêndice B).

3.1.2 Fatores de gestão e sucessórios

Nas palavras de Álvares (2003, p.23):

Muito se tem discutido sobre a sobrevivência da empresa familiar no mundo globalizado. Toda família pretende que o negócio se perpetue e dê lucro de geração em geração. Em um ambiente empresarial cada vez mais competitivo, esse é um grande desafio. Toda empresa enfrenta crises que ameaçam o seu crescimento e sua sobrevivência, oriundas de pressões e

mudanças que ocorrem no ambiente externo e de problemas internos, decorrentes de seu funcionamento e da busca contínua por adaptações.

No âmbito externo, as empresas, além de conviver com a concorrência acirrada de vários fabricantes aos seus produtos, devem assumir altos padrões de responsabilidade social e ambiental. Não basta apenas produzir em conformidade com as exigências do cliente; as empresas devem observar medidas de preservação do meio ambiente, desde a obtenção da matéria prima, passando pelo processo de fabricação até a obtenção do produto final, e deve ser dada especial atenção à mão-de-obra, suas condições de trabalho e também aos benefícios para toda a sociedade. Esses requisitos precisam ser observados por toda a cadeia produtiva, não apenas por quem produz, atingindo também os fornecedores de matérias primas e serviços. Cada vez mais, as empresas apresentam maior número de certificações da família 9.000 e 14.000, como meio de diferenciar-se da concorrência, independentemente dos fatores de custo e conformidade do produto.

Assim, acrescenta o mesmo autor:

A continuidade das empresas familiares não está ameaçada somente por fatores externos, mas principalmente por fatores internos, como os conflitos de transferência de poder e demais fenômenos no campo psicossocial, que afetam significativamente a empresa familiar. Esses, por si só, ou potencializando os que são comuns a qualquer organização, podem comprometer a estabilidade ou comprometer o seu futuro.

Já Miller e Rice (apud ÁLVARES, 2003, p.23), consideram que “esses problemas surgem em consequência da sobreposição família/ propriedade/ empresa”. Essa *interface* corresponde às “fronteiras coincidentes”, que são espaços nos quais:

- a) a finalidade e as metas de um sistema chocam-se a outro;
- b) as regras de funcionamento e de padrões de comportamento, adequadas a um sistema, são transferidas para outro;
- c) diferentes papéis precisam ser desempenhados pelos mesmos atores;
- d) há conflitos entre os atores dos dois territórios.

Uma das áreas importantes a ser considerada quando se enfoca a perpetuidade de uma empresa familiar é o processo de educação e preparo do acionista. Deve-se destacar que os fundadores normalmente estão preocupados em preparar seus descendentes para a sucessão nas posições executivas, esquecendo-

se de prepará-los para terem uma cultura acionária, visto que herdarão uma participação acionária a ser compartilhada com outros acionistas.

Ocorre que a família é um conjunto de vínculos indissolúveis, sanguíneos, afetivos e psicológicos e, na empresa, as pessoas têm vínculos funcionais e profissionais. Quando da sobreposição desses vínculos, surgem os problemas, com destaque para a questão sucessória e a gestão da empresa.

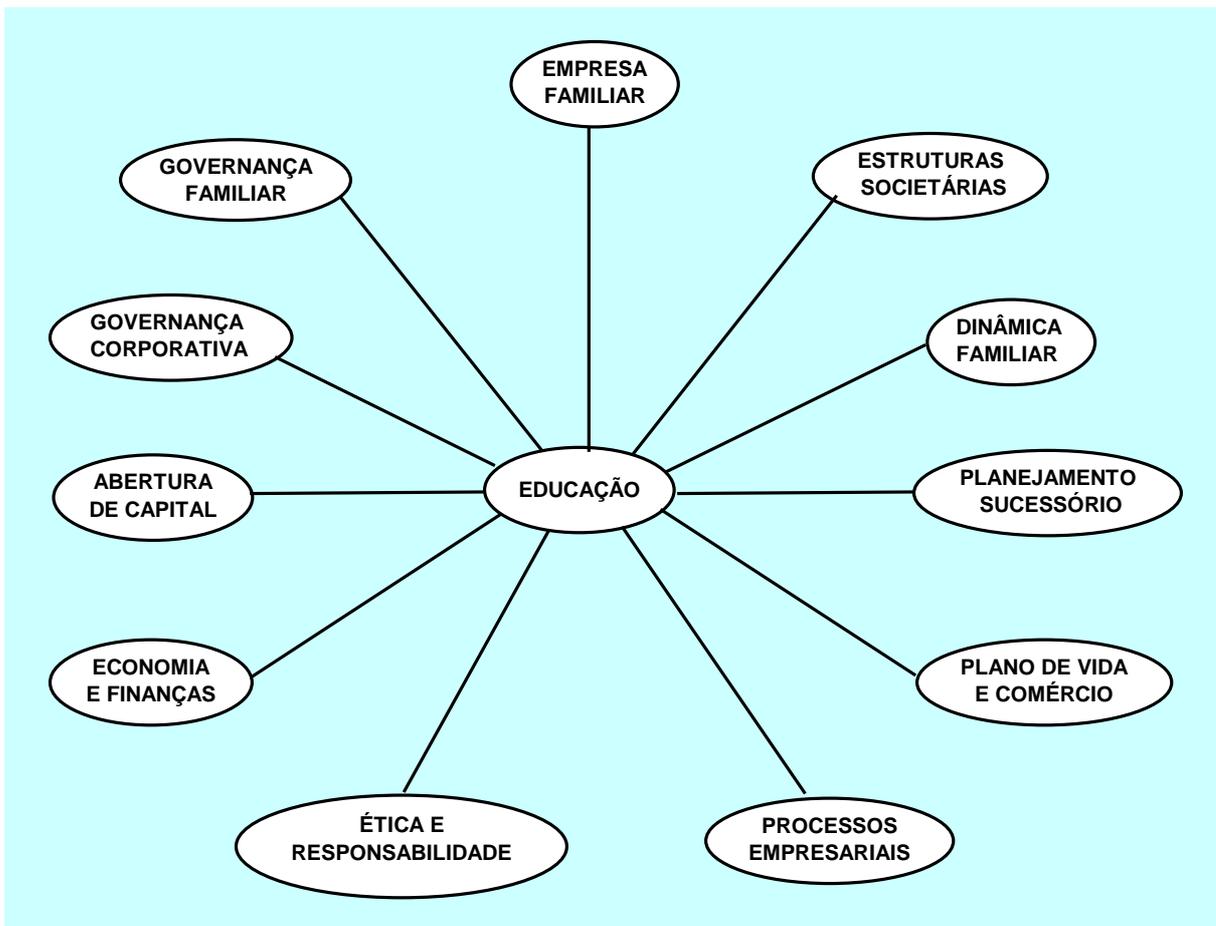


FIGURA 7 - Governança na empresa familiar: áreas de competência

Fonte: Bernhoef, R. & Gallo, M. – Governança na empresa familiar (2003, p.42)

Difícilmente os familiares sucessores dos empreendedores têm a mesma garra ou objetivos na gestão da empresa. É comum verificar que empresas de grande sucesso, na época em que eram geridas pelos empreendedores, passaram a apresentar problemas quando geridas pelos familiares da segunda ou terceira geração. Cada vez mais a profissionalização da gestão é um tema recorrente: não basta o vínculo familiar (ser filho ou genro do controlador) pois, para sobreviver, a gestão precisa contar com profissionais altamente qualificados.

Quando essa profissionalização não existe, a melhor solução é separar o controle da companhia da gestão da empresa. Os familiares que não forem competentes para a gestão devem, quando muito, fazer parte do Conselho de Administração e buscar a profissionalização da companhia.

Outra questão relevante diz respeito ao aspecto sucessório que, dificilmente, ocorre de forma conciliatória; na maioria dos casos, as dissidências entre os familiares causam tumultos no dia-a-dia da empresa e, em outros, acabam chegando aos tribunais. Quando a turbulência causada pela sucessão atinge a gestão, o futuro da empresa passa a ficar comprometido.

Atualmente, nas grandes empresas (abertas ou fechadas), já existe maior preocupação com o processo sucessório, e empresas de consultoria são contratadas para assessorar a alta gestão nesse fim. O foco principal é a manutenção do controle da companhia no seio da família, o que, na maioria dos casos, tolhe o seu desenvolvimento. O instrumento normalmente utilizado para a manutenção da propriedade é o “Acordo de Acionistas”, documento assinado pelas partes, que compromete seus signatários a uma série de obrigações, principalmente no que diz respeito ao voto uniforme e conjunto nas decisões submetidas à apreciação das Assembléias Gerais de Acionistas.

Empresas pouco preocupadas com o processo sucessório são as mais reticentes em aderir às boas práticas de governança corporativa, pois, normalmente, suas estruturas estão contaminadas pelo convívio de familiares que disputam, palmo a palmo, os cargos de gestão, e que muitas vezes não estão devidamente preparados para aquela função. O mesmo pode ocorrer com empresas nas quais o caixa do controlador mistura-se ao da própria empresa (despesas pessoais são lançadas como despesa da empresa, tais como: salários de empregados domésticos, motorista, despesas com gasolina, alimentação, etc.). Em companhias que possuem Conselhos de Administração e Fiscal atuantes, dificilmente tais práticas serão aceitas.

3.1.3 Fatores de representação nos conselhos de administração e fiscal

O palco das grandes decisões nas empresas modernas ocorre nas reuniões do Conselho de Administração. Os conselheiros são eleitos com votos dos

acionistas controladores, acionistas minoritários e, em alguns casos, dos funcionários, desde que previsto no Estatuto Social da companhia.

Compete ao Conselho de Administração a discussão de temas estratégicos, como o lançamento de novos produtos e a diversificação da produção, novos investimentos para expansão das unidades fabris ou aquisição de companhias concorrentes ou com atividades complementares, política de remuneração dos gestores por meio do pagamento de bônus e/ ou distribuição de participação nos resultados, política de remuneração aos acionistas, pagamento de dividendos e “juros sobre capital próprio”, propostas de aumento de capital por meio de incorporação de reservas (bonificação) ou de novas chamadas de capital (subscrição), emissão de títulos de dívida, como debêntures e *commercial papers*, dentre outros. Normalmente, o Estatuto Social da Companhia define o número de conselheiros que irão compor o Conselho de Administração. Na prática, tem-se um mínimo de cinco e um máximo de nove membros.

A Lei 6.404/76, alterada pela Lei 10.303/01, conhecida como Lei das S/As., define em seu artigo 141 - § 4º a forma de eleição de membros para o Conselho de Administração, facultando aos acionistas que representem (no mínimo) um décimo do capital social com direito a voto, requerer a adoção de voto múltiplo, esteja ou não prevista no estatuto, para eleger seus representantes:

Artigo 141 - § 4º, Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:

I – de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II – de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o artigo 18.

No entanto, os acionistas majoritários sempre terão o direito de indicar um membro a mais que os acionistas minoritários. Os controladores, pelo seu poder de voto, procuram eleger para o conselho de administração pessoas a eles diretamente ligadas por laços familiares, de amizade ou subordinação (diretores). O intuito principal é o de manter o controle sobre as decisões da companhia.

Em alguns casos, nos quais se verifica a maior concentração de ações em poder do controlador, são convidados a participar pessoas proeminentes, como

economistas, políticos e até mesmo outros empresários, visando a dar um peso mais solene e de maior importância à figura do Conselho de Administração.

A evolução da governança corporativa tem levado as empresas a preocuparem-se mais com a profissionalização do conselho de administração, que deve primar pela participação de pessoas que possam contribuir efetivamente para as decisões a serem tomadas, e que não tenham apenas um papel meramente decorativo. Esse fato tem propiciado o surgimento do conselheiro profissional independente, normalmente uma pessoa altamente qualificada, que estará preocupada com os destinos da companhia em prol de todos os acionistas, sem representar interesses de grupos específicos.

Em algumas companhias abertas, as reuniões do Conselho de Administração têm-se tornado palco de batalhas acirradas entre acionistas majoritários e não controladores (minoritários), principalmente no que tange a conflitos de interesses entre as partes, o que, em alguns casos, pode prejudicar o andamento dos negócios.

Como exemplo prático tem-se as dissidências entre os acionistas controladores da Brasil Telecom S.A., companhia aberta atuante no setor de telefonia fixa na região centro-oeste, na qual, há três anos, persiste uma discussão entre dois acionistas pertencentes ao bloco de controle: de um lado o Banco Opportunity e, de outro, a Telecom Itália (grupo controlador da TIM, empresa que atua na área de telefonia celular). O impasse entre as partes impediu que a Brasil Telecom adquirisse autorizações para atuar nas bandas C, D, e E de telefonia fixa, ao mesmo tempo em que as constantes brigas entre os controladores, inclusive por intermédio da imprensa, têm depreciado o valor das ações da companhia, prejudicando os acionistas minoritários.

Em muitos casos, os conflitos acabam acontecendo entre os acionistas controladores e os minoritários ou até mesmo com os acionistas detentores de ações preferenciais. O caso recente mais notório é o confronto entre os acionistas controladores e os acionistas preferencialistas da Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina - CFLCL, companhia aberta do setor de energia elétrica. A CFLCL deixou de pagar dividendos aos acionistas durante um período de três anos, o que, conforme prevê a Lei das S/As., daria aos acionistas detentores de ações preferenciais o direito de voto nas Assembléias Gerais da companhia, até que o

pagamento dos dividendos volte a ser realizado. Os controladores efetuaram ajustes contábeis no balanço do exercício social de 2003, para possibilitar o pagamento de dividendos e impedir que os acionistas preferencialistas adquirissem o direito de voto. Esses ajustes contábeis estão sendo questionados na Justiça. Todos esses fatos têm prejudicado a evolução das cotações das ações da CFLCL e, por sua vez, os acionistas minoritários e preferencialistas.

Nas companhias abertas, o Conselho Fiscal tem assumido grande importância, visto que é de sua competência fiscalizar se as políticas e objetivos fixados pelo Conselho de Administração estão de acordo com os Estatutos Sociais e com a Legislação em vigor, além de verificar se, também, estão sendo devidamente implementados pelos gestores. Em muitos casos, as principais questões têm sido levantadas pelo Conselho Fiscal, que se reporta diretamente à Assembléia Geral de Acionistas. Tal fato evita a conivência entre os membros do Conselho de Administração e a Diretoria da companhia. O Conselho Fiscal é composto por no mínimo três e no máximo, cinco membros, indicados pelos acionistas controladores e minoritários, cabendo ao majoritário sempre indicar um membro a mais que os minoritários.

Outro papel importante cabe aos Auditores Independentes, no sentido de identificar possíveis práticas que não estejam de acordo com as normas contábeis normalmente aceitas, com a legislação societária e com os Estatutos Sociais. Uma das exigências legais para as companhias que abrem seu capital é a contratação de Auditores Independentes, para assegurar que a contabilidade está em conformidade com as exigências legais.

Na prática, observa-se que, devido à alta carga fiscal existente no Brasil, várias empresas, principalmente de pequeno e médio porte, retardam seu processo de abertura de capital, em razão de uma parte de suas atividades estar ligada à economia informal. Essas empresas alegam que, se recolhessem todos os seus impostos, não teriam condições de competir.

A atuação dos Auditores Independentes, o questionamento dos Conselheiros Fiscais e as discussões no âmbito do Conselho de Administração têm sido indicados por algumas empresas familiares como empecilhos na adoção de boas práticas de governança corporativa e na abertura do capital.

3.1.4 Fatores econômicos: prêmio de controle e prêmio de sinergia

A concentração na propriedade das ações, verificada não somente no Brasil, mas também na maioria dos países latino-americanos, faz com que os controladores considerem-se o grupo mais importante e, portanto, merecedores de alguns privilégios e condições especiais em determinados momentos cruciais da vida da companhia, como é o caso da venda ou transferência do controle acionário. Tomando novamente como base a legislação societária, nota-se que, quando ocorre a transferência do controle acionário, o novo controlador é obrigado a comprar as ações dos demais acionistas (“*tag along*”).

O artigo 254-A da Lei 6404/76, alterada pela Lei 10.303/01, define que:

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

O direito ao “*tag along*” de 80% do preço pago aos controladores somente é devido para as ações ordinárias em poder dos acionistas minoritários, uma vez que as ações preferenciais não têm esse direito assegurado. Esse tem sido um dos pontos de maior atrito entre o acionista controlador e demais acionistas, no sentido de que, ao assegurar aos acionistas minoritários somente o pagamento de 80% do valor recebido pelos controladores, configura-se a existência de um “Prêmio de Controle” de 20%.

Os controladores alegam que o “Prêmio de Controle” justifica-se pelos esforços despendidos pelos empreendedores na companhia, em alguns casos pela empresa levar o nome da “família” (sendo, portanto, um patrimônio específico dos controladores), pela dedicação dos membros da família à companhia, dentre outros. Os acionistas minoritários contrapõem essa argumentação ao justificar que, sem os recursos aportados pelos investidores, a empresa não teria atingido o grau de desenvolvimento em que se encontra, e, por conseguinte, o valor alcançado na venda das ações seria muito inferior. Ademais, o acionista é um sócio da companhia e, por isso, o tratamento deveria ser equânime.

Os acionistas minoritários argumentam ainda que, por ocasião da captação dos recursos pela companhia no mercado acionário, seja na abertura do capital ou em aumentos de capital posteriores, o preço das ações é definido de maneira uniforme, tanto para os controladores quanto para os acionistas minoritários. Dessa forma, não deveria haver distinção de valores das ações entre os acionistas controladores e os minoritários quando se efetua a venda do controle acionário, pois isso resultaria em dois pesos e duas medidas.

A BOVESPA, ao criar o Novo Mercado, introduziu como requisito básico que as companhias abertas, ao aderirem aos segmentos de listagem do Nível II e do Novo, devem adotar boas práticas de governança corporativa e estender o direito ao “*tag along*” para os demais acionistas. Assim sendo, tem-se que:

- a) no segmento do Novo Mercado, exige-se a representação do capital social somente por ações ordinárias e a obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, na hipótese de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação (100% de *tag along*);
- b) no segmento Nível II de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, exige-se a extensão a todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (100% de *tag along*); a reversão de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais (70% de *tag along*), bem como a obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, na hipótese de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação.

Estes, sem dúvida, são apontados pelas empresas como principais fatores que inibem a adesão ao Novo Mercado, pois consideram que a obrigatoriedade de efetuar uma oferta pública de compra de ações por ocasião da venda do controle acionário dificulta as negociações. Isso porque o comprador precisaria desembolsar um volume de recursos maior para fazer frente à compra das ações dos demais acionistas.

Isso restringiria o interesse por parte daqueles que somente estariam interessados na compra do controle acionário, não da totalidade da companhia,

acarretando no interesse apenas por parte de empresas multinacionais, que possuem maior fôlego financeiro em detrimento de empresas nacionais e que teriam maiores restrições financeiras para adquirir a totalidade das ações.

Na mesma linha de raciocínio, têm-se, dentre outros, os casos de fusões, cisões e aquisições, nos quais, obedecidas algumas condições legais, o acionista minoritário poderá não concordar com a decisão tomada pelo Conselho de Administração e poderá requerer o “Direito de Recesso”. Dessa forma, a empresa seria obrigada a efetuar a compra das ações dos minoritários pelo valor patrimonial ou de livro (contábil).

Caso as empresas já tenham aderido aos segmentos do Novo Mercado, a compra das ações dos minoritários deve ser efetuada pelo valor econômico, devendo ser estendida às ações preferenciais (Nível II) a aprovação de contratos entre a companhia e empresas ligadas ao mesmo grupo. Normalmente, o que ocorre nestes casos é que as avaliações das companhias, incorporadora e incorporada, ou das participantes da fusão, ou ainda da cisão, não levam em consideração os futuros ganhos de sinergia (“Prêmio de Sinergia”), que serão obtidos pela redução de estruturas administrativas ou complementação de processos produtivos, redução de despesas de vendas, legais e outras.

Os benefícios correspondentes ao “Prêmio de Sinergia” seriam capturados apenas pelo controlador, em detrimento dos acionistas de empresas objeto da cisão, fusão ou incorporação. Então, os acionistas minoritários postulam que esse valor seja incorporado ao preço a ser oferecido na OPA.

Todas essas questões entre majoritários (controladores) e minoritários têm sido levantadas por algumas empresas como empecilhos para abertura de capital ou adesão às boas práticas de governança corporativa da BOVESPA.

3.1.5 Fatores legais

A abertura do capital possibilita que a empresa passe a ter acesso a recursos financeiros e custos menos elevados do que aqueles disponíveis no mercado financeiro e de crédito oficial. Todavia, a decisão de abrir o capital não é simples, pois as empresas devem montar uma estrutura adequada para satisfazer às

exigências legais e do mercado de capitais. Tal decisão requer uma série de providências por parte das empresas, dentre as quais pode-se destacar:

- a) se a empresa ainda estiver sob o regime de Sociedade de Responsabilidade Limitada (LTDA.), deverá ser transformada em Sociedade Anônima (S/A.);
- b) se a empresa já for uma S/A., deverá ser convocada uma Assembléia Geral Extraordinária para fazer as adaptações necessárias no Estatuto Social e aprovada a abertura do capital social, bem como deverá ser definido o valor de venda das ações aos investidores;
- c) deverão ser contratados uma auditoria externa, para auditar os três últimos balanços da companhia, bem como os futuros balanços que vierem a ser publicados; advogados para efetuarem os ajustes no Estatuto Social, que deverá, dentre outros, definir os deveres e obrigações dos Conselhos de Administração e Fiscal, prever a instalação do Conselho Fiscal (se de forma definitiva ou somente quando solicitado pelos acionistas), a estrutura dos órgãos da administração, a forma de funcionamento das assembleias, os direitos das ações ordinárias e preferenciais e a distribuição de resultados; instituições financeiras, para auxiliar na definição do preço de emissão das ações e no processo de registro como companhia aberta, da negociação das ações junto à CVM e BOVESPA, bem como para prestar o serviço de transferência de ações e de pagamento de proventos aos acionistas;
- d) deve ser indicado um Diretor para executar a função de Relações com Investidores (DRI), a quem compete centralizar todas as informações divulgadas ao público. Normalmente, é necessária a criação de uma estrutura mínima composta de uma Gerência de Relações com Investidores (GRI), encarregada de absover todas as demandas de informações e manter um canal aberto com o público investidor.

A decisão de abrir o capital traz a necessidade de adoção de boas práticas de governança corporativa, com destaque para a transparência das atividades da empresa e divulgação de informações. As companhias abertas devem então atender a exigências legais quanto ao envio de informações trimestrais para a Comissão de

Valores Mobiliários – CVM e BOVESPA, além de publicar, na imprensa especializada e no Diário Oficial do Estado, demonstrativos financeiros, atas de assembléias, avisos aos acionistas e fatos relevantes.

Segundo a ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas, as pequenas e médias empresas com registro em bolsa alegam já possuir um custo elevado para atender às exigências legais e, se fossem aderir aos segmentos de listagem do Novo Mercado, teriam aumento em seus custos. Por outro lado, como elas não têm utilizado ou não pretendem utilizar a captação de recursos no mercado de capitais, esse aumento de custos torna-se um fator inibidor para aderirem a esses segmentos de listagem da BOVESPA.

3.1.6 Fatores organizacionais: estrutura dos órgãos ligados à governança corporativa

Ao abrirem seu capital, as companhias devem manter uma estrutura específica para atender à necessidade de prestar informações legais e estatutárias exigidas por sua nova condição. A contabilidade da empresa deve estar alinhada às exigências da legislação societária e das Instruções CVM sobre peculiaridades de aspectos contábeis a serem considerados. Ademais, a escrituração dos livros contábeis deve ser feita de forma clara e em condições de cumprir com os prazos estipulados pela CVM para envio das informações àquele órgão e à BOVESPA, bem como para a publicação dos balanços nos jornais de grande circulação.

Ainda, os Conselhos de Administração e Fiscal passam a ter suas funções previamente definidas pelo Estatuto Social e a regular o seu funcionamento, de forma que os objetivos da companhia sejam plenamente alcançados. Compete à Diretoria de Relações com Investidores – DRI, a responsabilidade de obter e divulgar as informações sobre o desempenho econômico-financeiro da companhia. Este é o setor responsável por enviar as informações aos órgãos reguladores CVM e BOVESPA e por atender a toda a demanda de informações dos investidores.

Somente o DRI pode falar em público em nome da empresa, no que tange a planos de expansão, lançamento de novos produtos, investimentos, resultados e remuneração aos acionistas, dentre outras funções fiscalizadas pela CVM. O papel da Controladoria assume uma importância muito grande, pois cabe a ela produzir os

diversos relatórios gerenciais e informações que serão encaminhadas à Diretoria, para posterior divulgação. Além disso, a existência de Auditoria Independente e/ ou de Comitê de Auditoria dão maior fidedignidade às informações contábeis da empresa, bem como maior respaldo aos administradores.

A empresa precisa manter um departamento de acionistas, responsável pela transferência de titularidade dos valores mobiliários negociados e pelo pagamento de proventos aos acionistas. A manutenção adequada de uma estrutura voltada a um melhor atendimento de boas práticas de governança corporativa tem sido alegada por alguns administradores como incompatível para o porte de suas empresas. No item 3.2.6, será abordada com detalhes a estrutura dos órgãos envolvidos com a governança corporativa.

3.1.7 Responsabilidade dos administradores

A Lei de S/As., prevê uma série de responsabilidades para os integrantes dos Conselhos de Administração e Fiscal e Diretoria Executiva. Essas responsabilidades foram ampliadas com as exigências do *Sarbanes-Oxley Act* para as empresas que possuem *American Depositary Receipts* – ADR's negociados na *New York Securities Exchange* – NYSE, e, mais recentemente, com as alterações do Novo Código Civil Brasileiro.

Os administradores respondem pelos danos resultantes:

- a) de omissão no cumprimento de seus deveres;
- b) de atos praticados com culpa (violação de dever judiciário em decorrência de falta de diligência ou cautela) ou dolo (violação intencional);
- c) de atos praticados com violação de Lei ou do Estatuto Social da companhia.

Em apresentação realizada durante a Terceira Mesa de Debates da *KPMG's Audit Committee Institute* – 20/10/2004 – Hotel Renaissance – SP, o presidente da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, Dr. Marcelo Fernandez Trindade, destacou alguns aspectos importantes sobre a responsabilidade individual dos administradores e das empresas, dentre os quais pode-se citar:

- a) a responsabilidade da companhia por atos dos administradores:

- integral, no caso de atos regulares de gestão. Os administradores são órgãos da sociedade, o ato em questão é ato da sociedade;
- atos sem autorização estatutária ou com violação da lei;
- *ultra vires* (“alem das forças”): atos ou atividades que extrapolem o objeto social da companhia;
- teoria da aparência: em algumas situações especiais reconhece-se a validade de certos atos perante terceiros de boa-fé, que contrataram com a sociedade acreditando em quem se apresentou como seu representante, em situação aparentando licitude.

b) administradores: princípios especiais da responsabilidade administrativa:

- companhias abertas: feição institucional. Normas específicas de responsabilidade para administradores e sistema permanente de fiscalização exercido pela CVM, particularmente no que toca à divulgação de informações pela companhia;
- complexidade de gestão empresarial nas grandes empresas, com administração cada vez mais especializada. Responsabilidade definida concretamente, como projeção da definição prévia das funções dos administradores. Ex.: DRI, instrução CVM nº 358/02;
- administradores são considerados órgãos da companhia, cujos poderes vêm da lei e do Estatuto Social. Não são mandatários dos acionistas. Função administrativa é indelegável.

No quadro abaixo, cita-se as atribuições legais do Conselho de Administração e Diretoria, mostrando os diferentes poderes e atribuições:

Conselho de Administração	Diretoria
<ul style="list-style-type: none"> • órgão plural, de natureza colegiada; • responsabilidade civil solidária e coletiva, salvo se os discordantes fizerem consignar em ata sua divergência ou dela derem ciência aos órgãos da companhia; • não respondem por atos dos Diretores que não cheguem a seu conhecimento, salvo se com eles forem coniventes, se negligenciarem em descobri-los ou se deixarem de agir para impedir sua prática; • responsabilidade civil solidária se não fiscalizarem a gestão dos diretores nos limites de suas atribuições. 	<ul style="list-style-type: none"> • órgão singular; • natureza Individual; • responsabilidade individual (salvo conluio); • na companhia aberta, por causa da especialização, cada administrador responde pelos prejuízos causados por sua própria culpa; • culpa comunicável;

QUADRO 8 - Atribuições legais do Conselho de Administração e Diretoria Executiva

Fonte: Quadro apresentado pelo Presidente da CVM – Dr. Marcelo Fernandez Trindade, na Terceira Mesa de Debates da KPMG’s Audit Committee Institute – 20/10/2004 – Hotel Renaissance - SP.

O aumento das responsabilidades atribuídas principalmente aos membros do Conselho de Administração e Diretoria tem sido apontado por algumas empresas como empecilho para a abertura de capital ou adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA.

3.1.8 Resolução de pendências: Judiciário X Câmara de Arbitragem

Nos últimos tempos, tem crescido o volume de pendências entre os acionistas controladores e minoritários. Infelizmente, no Brasil, as ações judiciais têm tido uma tramitação muito lenta, desde a sua impetração até o seu julgamento em última instância, levando, em média, de 7 a 8 anos.

A morosidade da Justiça é apontada principalmente por investidores internacionais como um empecilho ao maior volume de investimentos no país (sendo associada ao risco-país). Esse fato levou a BOVESPA a criar a Câmara de Arbitragem do Mercado, visando a dirimir as questões entre as partes no menor espaço de tempo possível (a expectativa é que as questões mais complexas estejam resolvidas em até 6 meses). Ocorre que somente podem ser submetidas à Câmara de Arbitragem as pendências com companhias que aderiram aos Níveis Novo Mercado e Nível 2 de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa da BOVESPA, que totaliza 14 empresas em um universo de cerca de 400 companhias abertas.

Para os investidores, é vital que as possíveis pendências sejam resolvidas no menor espaço de tempo possível. Nesse sentido, a Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais – ANIMEC, tem-se destacado com o importante trabalho de agrupar os interesses dos investidores minoritários e procurar resolver as pendências pela via administrativa, junto às Companhias Abertas e/ou CVM. Segundo declarações do presidente da ANIMEC, Sr. Waldir Luis Correa:

Aos investidores não interessa ingressar com ações na Justiça comum, pois a demora na solução das questões acarreta um custo muito elevado para os investidores, além de depreciar o valor das ações da companhia, portanto, afetando o valor do patrimônio do investidor.

Muitas empresas têm postergado sua adesão à listagem de ações no Novo Mercado ou no Nível 2 de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa da BOVESPA pela exigência constante do regulamento que postula que as possíveis pendências a existir serão julgadas pela Câmara de Arbitragem, desistindo de recorrer à Justiça.

3.1.9 Lei Sarbanes-Oxley (SOX)

Os escândalos empresariais ocorridos inicialmente no mercado inglês e posteriormente no mercado norte-americano, como os casos Enron, TYCO, WorldCom e Arthur Andersen, trouxeram a necessidade de aprimoramento nas regras de governança corporativa. Assim, em julho de 2002, o Presidente dos Estados Unidos da América, George W. Bush, sancionou a Lei Sarbanes-Oxley, que promoveu alterações nas regras para empresas de capital aberto, com o intuito de resgatar a confiança dos investidores e promover a recuperação econômica.

A Lei Sarbanes-Oxley (também conhecida informalmente como “SOX”) promoveu uma ampla regulamentação da vida corporativa, munindo-se, para tal, de boas práticas de governança corporativa. Andrade e Rossetti (2004, p.85) apresentam a introdução de um longo discurso de Hasset & Mahoney (2002) sobre o assunto:

Conselheiros, executivos, investidores, contadores, auditores, advogados e analistas – comportem-se. Os escândalos, as fraudes contábeis e os conflitos com analistas de investimentos trouxeram novas leis e regulamentos que disciplinam o comportamento no mundo corporativo.

A “SOX” procura dar maior transparência e confiabilidade aos resultados das empresas. Para isso, utiliza-se de duas vertentes no combate à fraude empresarial: maior controle das atividades de auditoria e responsabilidade corporativa. Um dos preceitos da SOX é a constituição de um Comitê de Auditoria, composto por membros do Conselho de Administração de preferência independentes. Durante a realização da 1ª mesa de debates KPMG, realizada em abril de 2004 com o tema “Conselheiros e Comitê de Auditoria: competência necessária e atividades a desenvolver” (anais da 1ª mesa do *Audit Committee Institute*), ficou estabelecido que:

Em decorrência da dinâmica de cada empresa é natural que cada Comitê de Auditoria apresente suas particularidades. Cabe ao Conselho de Administração determinar, explicitamente, quais são as responsabilidades do Comitê e sua forma de atuação”.

“Este órgão deve subsidiar o Conselho de Administração na revisão de diversas questões, sendo três áreas de principal responsabilidade: a) avaliação dos riscos e do ambiente de controle; b) supervisão da elaboração dos relatórios financeiros e c) Avaliação dos processos de auditoria.

Outro aspecto importante da SOX é a exigência de que as demonstrações financeiras passem a ser assinadas pelo presidente da Diretoria e pelo diretor financeiro, que passam a ser responsáveis pela fidedignidade das informações prestadas.

O Brasil não poderia ficar imune a esse movimento. Existem diversas empresas brasileiras com registro em bolsas norte-americanas, além de inúmeras subsidiárias ou controladas de empresas multinacionais cuja matriz encontra-se na mesma condição. Como as corporações precisam apresentar as demonstrações contábeis consolidadas, a matriz exige que a filial, aqui no Brasil, também cumpra os requisitos da Lei Sarbanes-Oxley.

Assim, conforme comentado por Peters (2004, p. 37):

Esta lei abrange tanto as empresas norte-americanas com ações em bolsas de valores nos Estados Unidos, quanto as empresas estrangeiras com recibos de ações (*American Depositary Receipt – ADR*) negociados em bolsas norte-americanas.

Segundo Mahmoud (2004):

Até julho de 2005, 69 empresas brasileiras de capital aberto que negociam *American Depositary Receipts* (ADRs) na Bolsa dos EUA terão de investir entre R\$ 500 mil e R\$ 1 milhão em tecnologia da informação (TI) para atenderem às exigências da Sarbanes-Oxley (SOX). Ao todo, mil empresas entre nacionais e multinacionais instaladas no País, terão de ajustar os seus métodos de apresentação dos balanços contábeis.

Além das brasileiras com ações nos EUA e das subsidiárias de empresas com sede nos EUA, outras empresas também investirão, ainda que não se enquadrem na legislação. 'Serão 400 mil as empresas afetadas até o próximo ano, já que as mil maiores começarão a exigir de seus fornecedores a certificação, que passará a ser uma vantagem competitiva', estima José Rogério Luiz, vice-presidente da Microsiga, desenvolvedora de sistemas de gestão empresarial.

O prazo para pleno atendimento aos requisitos da lei encerrou-se em novembro de 2004 para as companhias norte-americanas, e em julho de 2005 para as companhias estrangeiras. Dessa forma, as empresas nacionais estão envolvidas em uma grande movimentação por conta da implementação ou adequação do sistema de controles internos de tais empresas aos preceitos da citada lei.

A ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas, solicitou autorização à SEC – *Security Exchange Commission* (obtendo parecer favorável) para que as empresas brasileiras que possuem ADR's registrados nos EUA deixem de constituir o Comitê de Auditoria, cujo papel seria cumprido pelo Conselho Fiscal.

As exigências da SOX passam também a ser adotadas pelos reguladores do mercado de capitais a nível internacional. No Brasil, a legislação já previa a constituição do Conselho Fiscal, que desempenha praticamente o papel do Comitê de Auditoria, e as novas responsabilidades atribuídas pelo novo Código Civil tornaram o arcabouço legal compatível com as exigências da SOX.

Segundo pesquisa realizada entre os administradores de companhias abertas presentes à 1ª mesa de debates KPMG, foi considerado que houve um significativo aumento de custos para atender às exigências da SOX, fato que pode ter reduzido o número de empresas com interesse em ter seus papéis listados no exterior.

3.1.10 Fatores relativos ao mercado de capitais

As empresas, ao analisarem a conveniência ou não de captar recursos mediante o lançamento de ações no mercado de capitais, primário ou secundário, procuram considerar o desempenho do mercado acionário e o custo de oportunidade dos controladores. Desse modo, nos momentos em que o mercado de ações apresenta-se com tendência ascendente, verifica-se um maior número de empresas dispostas a colocarem ações visando à captação de recursos a preços mais atraentes e, portanto, com custos de capital inferiores.

Por meio dos anuários da BOVESPA, nota-se que no período de 1999 a 2003 houve um forte movimento por parte das empresas em fecharem o capital, fruto de reestruturações de vários grupos após o movimento de privatizações no governo Fernando Henrique Cardoso, e também em virtude dos baixos preços verificados pelas ações no mercado brasileiro. Tal movimento sofreu forte reversão a partir de 2004 com a recuperação dos mercados acionários, nacional e internacional, propiciando a disposição de novas empresas para a captação de recursos mediante a abertura de capital, ou para fazer frente a novos investimentos.

Entretanto, vale ressaltar que a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA serviu como um divisor de águas no mercado acionário brasileiro. Isso porque as empresas que adentraram o mercado precisam adaptar-se às novas exigências de governança corporativa, para que suas ações sejam mais bem avaliadas pelos investidores.

Ocorre que a maioria das empresas não possui porte ou estrutura administrativo-financeira suficiente para assumir as exigências que as boas práticas de governança corporativa impõem. Por outro lado, o mercado tornou-se mais seletivo, passando praticamente a exigir que somente aquelas empresas que possuem boa governança corporativa lancem ações no mercado.

Outro fator inibidor da adesão das empresas ao Novo Mercado da BOVESPA refere-se ao não atendimento, por parte da maioria das empresas, da exigência de que elas tenham em circulação no mercado (*“free-float”*) um percentual não inferior a 25% do montante de ações emitidas. Por isso, é comum a existência de empresas com grande concentração de ações nas mãos dos controladores, não só ordinárias, mas também preferenciais.

Para atender às exigências do Novo Mercado, os controladores das companhias abertas deveriam efetuar uma operação de venda de um lote substancial de ações (*“block-trade”*), como forma de aumentar o volume de ações em circulação e contribuir para a maior liquidez dos papéis. Contudo, nem sempre os controladores estão dispostos a vender as ações aos níveis de preços praticados no mercado.

3.2 Governança corporativa e o enfoque de custos

Conforme observado nos itens anteriores, a decisão de uma companhia de abrir o capital e de manter suas ações listadas nos segmentos de negociação do Novo Mercado e de Práticas Diferenciada de Governança Corporativa I e II da BOVESPA incorre em uma série de custos. Nesse sentido, para Horngren, Datar & Foster (2004, p.26), em termos contábeis:

[...] custos são definidos como o recurso monetário sacrificado ou renunciado para se conseguir um objetivo específico. Um custo é normalmente medido como a quantia monetária que precisa ser paga para adquirir bens e serviços.

Padoveze (2002, p.317) clarifica que:

[...] a grande diferenciação conceitual entre custos e despesas decorre da separação primária entre empresas industriais e comerciais, e que foi adotada universalmente pela contabilidade societária e fiscal, como enfoque básico de custear os estoques de produtos. Custos são gastos para se conseguir um produto (adquirir ou fabricar) e despesas são gastos para vendê-los.

3.2.1 Custos implícitos e explícitos no processo de adesão ao Novo Mercado da BOVESPA.

Os custos poderiam ainda ser definidos como implícitos ou explícitos à atividade de governança corporativa. Nesse sentido, Ferreira (1993, p.296) define o termo implícito “como o que está envolvido, mas não de modo claro; subtendido”. O mesmo autor (1993, p.239) define o termo explícito “como expresso formalmente; claro”.

No contexto da governança corporativa, pode-se dizer que os “custos explícitos” são aqueles inerentes à atividade ou aquilo a que estão sujeitas as companhias abertas em razão de aspectos regulamentares (Lei de S.A., CVM, BOVESPA ou previstos em seus Estatutos Sociais), como:

- a) publicações de demonstrativos financeiros trimestrais, semestrais e anuais com parecer de auditores independentes;
- b) convocações de assembléias, aviso aos acionistas, atas de assembléias e fatos relevantes;
- c) pagamentos de taxas anuais de registro e funcionamento junto à CVM e BOVESPA, etc.

Adicionalmente aos custos “explícitos”, as empresas também incorrem em uma série de “custos implícitos”, na medida em que são implantadas boas práticas de governança corporativa, tais como:

- a) compartilhamento de poder com outros acionistas (minoritários), representatividade nos conselhos de administração e fiscal (redução de situações de abuso de poder e conflito de interesses dos majoritários);
- b) profissionalização da gestão (exclusão de membros das famílias);
- c) obrigatoriedade de estender o “tag along” maior que o previsto em lei (inclusive para os detentores de ações preferenciais);
- d) compartilhamento do “prêmio de sinergia” com outros acionistas, adesão à Câmara de Arbitragem para a solução de pendências (abrindo mão de recorrer ao Poder Judiciário, extremamente moroso);
- e) maior transparência nas operações e divulgação de informações, dentre outras.

Na prática, esses custos estão disseminados como despesas administrativas e são alocados em vários centros de custos. Na prática, os administradores desconhecem os custos da governança corporativa em suas empresas, mesmo nas de maior porte e que estariam mais bem aparelhadas para sua contabilização em um centro específico de custos.

A seguir, é apresentado um quadro resumo com os custos implícitos da atividade de governança corporativa e seus reflexos para os acionistas controladores:

FATORES	CUSTOS IMPLÍCITOS	REFLEXOS
Cultural e de Propriedade	Concentração de poder Gestão e propriedade Conflito de interesses e abuso de poder do majoritário	Diluição de poder Compartilhamento da gestão evidenciação de situações de abuso de poder e de conflito de interesses.
Sucessão e de Gestão	Profissionalização da gestão	Divisão de poder
Representação nos Conselhos de Administração e Fiscal	Profissionalização dos Conselhos	Profissionalização, redução do nepotismo, redução de custos e controle das despesas.
Prêmio de Controle	"tag along" de 100% para ordinárias e 70% para preferenciais	Maiores dificuldades na venda do controle da companhia.
Prêmio de Sinergia	Compartilhamento com outros acionistas	Divisão com demais acionistas das vantagens obtidas nas operações de cisão, fusão ou incorporação.
Legais	Somente as informações exigidas em Lei.	Maior abertura de informações; transparência.
Estrutura dos órgãos ligados à governança corporativa	Necessidade de delegar poder	Montagem de estrutura para atender as demandas dos "stakeholders".
Judiciário X Câmara de Arbitragem	Menor prazo para resolver as pendências entre acionistas	Resolução de pendências no curto prazo (não pode mais contar com o fator tempo).
Responsabilidade dos Administradores	Maiores Penalidades e responsabilidade civil e criminal sob veracidade de informações	Presidente do Conselho e Diretor Financeiro devem assinar os balanços, assumindo responsabilidade civil e criminal.
Lei Sarbanes-Oxley (SOX)	Responsabilidade Criminal e Comitê de Auditoria Independente	Responsabilidade Criminal e Comitê de Auditoria Independente
Aspectos de Mercado de Capitais	Exigência de maior "free-float" Realização de "block-trade" para aumentar a liquidez das ações. Outras.	Venda de ações à preços não Compatíveis com o custo de capital do controlador. Redução do poder de manipulação de preços.

QUADRO 9 - Custos implícitos das boas práticas de governança corporativa e da adesão ao Novo Mercado da BOVESPA

Fonte: elaborada pelo autor.

3.2.2 Enfoque contábil e de custos

A contabilidade pode ser subdividida em contabilidade gerencial, que mede e relata informações financeiras e não financeiras que ajudam os administradores a tomar decisões para alcançar os objetivos de uma organização; contabilidade financeira, que se concentra na produção de demonstrativos para usuários externos, medindo e registrando transações de negócios e fornecendo demonstrativos financeiros baseados em princípios contábeis geralmente aceitos (PCGA) e contabilidade de custos, que fornece informações tanto para a contabilidade

gerencial quanto para a financeira, mede e relata informações financeiras e não financeiras relacionadas ao custo de aquisição ou de utilização de recursos em uma organização.

Assim, segundo Horngren, Datar & Foster (2004, p.2);

[...] os sistemas contábeis utilizam eventos e transações econômicas ocorridas e processam esses dados, gerando informações úteis para os administradores e outros usuários. O processamento de qualquer transação econômica envolve registro, categorização, resumo e análise. Por exemplo, custos são registrados por categorias (materiais, mão-de-obra, e embarque); resumidos, para determinar custos totais mensais, trimestrais ou anuais; e analisados, para avaliar como os custos se alteram em relação às receitas, digamos, de um período a outro. Fornecem informações, como os demonstrativos financeiros (demonstrativo de resultado, balanço, e demonstrativo de fluxo de caixa) e relatórios de desempenho (como o custo operacional de uma fábrica ou do fornecimento de um serviço).

3.2.3 Custos: terminologia e alocação

Na visão de Padoveze (2002, p.317), o custo unitário dos produtos e serviços é o objetivo principal que conduz toda a contabilidade de custos. Então, afirma que:

[...] podemos definir **objeto de custo** como alguma coisa para a qual é necessária a identificação separada de seu custo, tanto em termos unitários como totais. Como exemplos de objeto de custo podemos citar: custo de uma transação, **de uma atividade**, de um lote de produção, de uma fase ou processo de produção, de um departamento, de um serviço, de uma tarefa, de um funcionário, etc..

Na tomada de decisões, o administrador quer saber qual o custo de uma “coisa” específica (produto, máquina, processo ou serviço), chamado de “objeto de custo” sendo, portanto, passível de mensuração. Em um sistema de custos, existem normalmente duas fases: acumulação e apropriação.

A acumulação é a fase de coleta de dados de custos, de forma organizada por meio de um sistema de contabilidade. Nessa fase, os administradores procuram distribuir os custos acumulados por objetos de custos designados, visando a facilitar a tomada de decisão. Já na fase de apropriação, os custos apropriados para um departamento facilitam decisões sobre a eficiência desse departamento, enquanto que custos apropriados para produtos ajudam nas decisões sobre precificação e na análise de sua rentabilidade.

Normalmente, é utilizado o sistema de contabilidade para obter os gastos gerais de fabricação ou para a prestação de um serviço, os quais serão contabilizados em centros de custos contábeis; estes representam o menor segmento de atividade ou área de responsabilidade, onde são executados trabalhos homogêneos. Um centro de custo pode tanto ser uma atividade como um departamento, dependendo da estrutura organizacional. Assim sendo, Padoveze (2002, p.323) define **atividade** como "a menor estrutura organizacional que produz um bem ou serviço internamente, para o produto ou para o período, e que consome recursos para atingir seu objetivo".

3.2.4 Rastreamento e apropriação de custos

De acordo com Horngren, Datar & Foster (2004, p.26):

Custos diretos de um objeto de custo são relativos ao objeto de custo em particular e podem ser rastreados para aquele objeto de custo de forma economicamente viável (de custo eficaz). Ex: a matéria-prima pode ser diretamente identificada com o produto.

O termo "rastreamento de custos" é utilizado para descrever a apropriação de custos diretos para objetos de custo em particular. Já "os custos indiretos de um objeto de custo são relativos ao objeto de custo em particular, mas não podem ser rastreados para aquele objeto de custo de forma economicamente viável (de custo eficaz)". Ex: os salários de supervisores não podem ser rastreados diretamente a um único produto. O termo "apropriação de custos" é utilizado para descrever a distribuição de custos indiretos para um objeto de custo em particular.

Os administradores procuram distribuir os custos para objetos de forma precisa. Então, pode-se dizer que custos imprecisos de produtos enganarão os administradores quanto à rentabilidade de produtos diferentes, que podem promover produtos não rentáveis em detrimento de outros que apresentem maior rentabilidade. Os custos diretos são mais facilmente rastreados que os indiretos, os quais apresentam maiores problemas de identificação. Por exemplo, custos de aluguel devem ser apropriados considerando-se a área ocupada individualmente por setor, com base em um critério previamente estabelecido.

Os sistemas de custeio, além de registrarem os custos, permitem aos administradores verificar o comportamento destes. Assim, é possível identificar dois tipos básicos de padrão de comportamento dos custos: fixos ou variáveis. O primeiro permanece inalterado por um determinado período de tempo, apesar de mudanças amplas no nível relativo da atividade ou volume total, como os salários da

administração. Já o segundo altera-se em proporção às mudanças no nível relativo da atividade ou volume total, como a matéria-prima.

Para determinar os custos, pode-se ainda utilizar uma variável específica, denominada “direcionador de custo”, normalmente uma relação de causa e efeito que afeta os custos em determinado período de tempo (Ex: existe um relacionamento de causa e efeito entre uma mudança no nível de atividade ou volume e o nível de custos totais). Esses direcionadores de custo possibilitam que os administradores os considerem sob a ótica de produção, de atividades ou de algum aspecto mais específico, como a satisfação do cliente.

É denominado **grupo de custos** o agrupamento de itens de custos individuais. Tais grupos podem ser amplos, englobando, por exemplo, todos os custos de fabricação, ou específicos, como os custos de uma atividade, por exemplo, de marketing. Nesse contexto, postulam Horngren, Datar & Foster (2004, p. 131):

Uma atividade é um evento, tarefa ou unidade de trabalho com um propósito específico: por exemplo, projeto de produtos, ajuste de máquinas, operação de máquinas e distribuição de produtos. O custeio baseado em atividade (ABC) aprimora um sistema de custeio ao considerar as atividades individuais como objetos de custo fundamentais. O sistema ABC calcula os custos das atividades e atribui custos para os objetos de custos, como os produtos ou serviços com base nas atividades necessárias para produzir cada produto ou serviço”.

“A gestão baseada em atividade (ABM) descreve as decisões gerenciais que usam as informações baseadas em atividades para satisfazer os clientes e melhorar a rentabilidade.

Adicionalmente, a ABM pode incluir decisões para agregar valor à companhia e ter melhor precificação de seus ativos negociados no mercado de capitais. Observa-se que, freqüentemente, as empresas usam os sistemas de custeio com características dos sistemas ABC (como os vários conjuntos de custos e as várias bases de alocação de custos) mas não enfatizam as atividades individuais. Essa atitude é justificada pela facilidade com que são atribuídos custos pelos departamentos ao invés de custos por atividades.

Conforme já mencionado, os custos indiretos de um objeto de custo específico são aqueles relacionados ao objeto de custo, porém não podem ser a ele atribuído de maneira economicamente viável. Normalmente, os gerentes de custos alocam vários custos indiretos aos objetos de custos, o que vai depender da motivação ou propósito que tal gerente selecionou. Assim, podem ser identificados

quatro propósitos da alocação de custos: fornecer informações para as decisões econômicas, motivar gerentes e funcionários, justificar custos ou calcular reembolsos e medir o lucro e os ativos para relatórios externos.

No quadro abaixo, Horngren, Datar e Foster (2004-II – p, 4) citam quatro critérios usados para orientar as decisões de alocação de custos, as quais afetam o número de conjuntos de custos indiretos e a base de alocação de custo para cada conjunto de custo indireto individual. Por essa razão, os gerentes precisam primeiramente identificar o propósito para uma alocação de custo específica e depois selecionar os critérios para alocá-los.

1. Causa e Efeito	Identificar as variáveis que fazem com que os recursos sejam consumidos. As alocações baseadas nesse critério provavelmente serão mais críveis para o pessoal de operações.
2. Benefícios Recebidos	Identificar os benefícios das produções dos objetos de custos. Os custos devem ser alocados entre os beneficiários na proporção do benefício que cada um deles recebe.
3. Justiça ou Equidade	Este critério é freqüentemente citado nos contratos governamentais quando as alocações de custos são as bases para estabelecer um preço satisfatório para o governo e para o fornecedor. A equidade é um objetivo de alcançar, por não ser um critério operacional.
4. Capacidade de Absorver	Este critério advoga alocar os custos na proporção da capacidade do objetivo de custo de carregar os custos alocados para ele. Ex: alocação dos salários dos executivos corporativos com base no lucro operacional da divisão. Supõe-se que as divisões mais lucrativas têm maior capacidade de absorver os custos da matriz corporativa.

QUADRO 10 - Critérios para as decisões de alocação de custos

Fonte: Adaptado de Horngren, Datar e Foster - Contabilidade de Custos (2004-II, P.4)

O critério mais utilizado nas aplicações do custeio baseado em atividade (ABC) é o da causa e efeito. Já a abordagem do custo-benefício é mais utilizada pelas empresas quando do projeto ou implementação de suas alocações de custos. Os critérios da equidade e da capacidade de absorver são pouco utilizados, a equidade é um critério de definição complexa e o critério da capacidade de absorver normalmente é questionado pelos departamentos aos quais são imputados.

O *Federal Accounting Standards Advisory Board* (que estabelece padrões para a contabilidade gerencial de departamentos e agências governamentais nos EUA) recomenda:

As atribuições de custos devem ser realizadas por meio de: a) atribuição direta dos custos quando viável e economicamente praticável; b) atribuição

dos custos com base na relação causa e efeito; c) alocação de custos em uma base razoável e consistente. (FASAB – 1995, p. 12).

A atividade de governança corporativa tem sido normalmente considerada dentro do grupo dos custos administrativos, sem maiores considerações a seu respeito. No entanto, em face da importância que essa atividade vem adquirindo nos últimos anos, torna-se oportuno que passe a ser considerada como um direcionador de custos e, portanto, passível de mensuração.

Considerando que ela apresenta uma série de aspectos relativos à propriedade/ gestão e inter-relacionamento entre vários departamentos e partes interessadas, pode-se dizer que, para a implementação de boas práticas de governança corporativa, existem custos implícitos e explícitos. Ferreira (1993, p. 239 e 296) define explícito como “expresso formalmente; claro”, e implícito como “o que está envolvido, mas não de modo claro; subtendido”.

Portanto, pode-se dizer que:

- a) custos implícitos estão diretamente envolvidos na atividade de governança corporativa, porém não se apresentam de forma clara. Como exemplo, pode-se citar a necessidade de transparência nas atividades (“*full disclosure*”), fornecendo o maior volume de informações aos “*stakeholders*”, o que provocará aumentos de custos para a empresa, não só na montagem de uma estrutura adequada, mas também no custo da obtenção e divulgação da informação;
- b) os custos explícitos são aqueles claramente delineados, como as despesas com publicação de demonstrativos financeiros, atas, avisos e fatos relevantes, exigidos pela legislação em vigor e de interesse dos “*stakeholders*”.

3.2.5 Custos administrativos “Versus” custos em governança corporativa.

Conforme Martins (2003, p.61):

A contabilização dos Custos pode ir de um extremo de simplificação, com a Contabilidade Financeira separando Custos de Despesas e registrando diretamente a passagem dos Custos aos Produtos, ou então acompanhando “*pari-passu*” todas as etapas seguidas nos mapas e arquivos de apropriação. Na prática, quanto mais simples for o sistema de

contabilização melhor, desde que a empresa mantenha um adequado sistema de arquivamento dos mapas, eletrônicos ou não.

Uma das principais formas de enxergar os custos de uma empresa é identificá-los com o seu organograma hierárquico. A estruturação dentro de um organograma facilita o processo de análise dos gastos, identificação dos setores e o processo de sintetização das despesas analíticas, para setoriais ou divisionais. Nesse sentido, afirma Padoveze, (2003, p. 237):

O critério mais utilizado para estruturar o sistema de informação contábil orçamentário para incorporar informações, segundo o organograma empresarial, é a departamentalização. Este critério consiste em identificar as menores áreas de responsabilidade, que contêm o menor nível de decisão e, portanto, graus de responsabilidade sobre controle, dentro do conceito de centro de custo ou centro de despesa.

É importante identificar cada responsável (*accountability*) no menor nível de decisão na hierarquia da empresa, para que ele possa responder pelos custos de sua área. O fundamento dessa responsabilidade é o conceito de custos controláveis, ou seja, os custos devem ser gerenciados e controlados pelo responsável do centro de custos. De acordo com Martins, (2003, p.65):

Departamento é a unidade mínima administrativa para a Contabilidade de Custos, representada por pessoas e máquinas (na maioria dos casos) em que se desenvolvem atividades homogêneas. Diz-se unidade mínima administrativa porque sempre há um responsável para cada Departamento, ou pelo menos, deveria haver.

Na maioria das vezes um Departamento é um Centro de Custos, ou seja, nele são acumulados os custos indiretos para posterior alocação aos produtos (Departamento de Produção) ou a outros Departamentos (Departamento de Serviços). O autor complementa: em outras situações podem existir diversos Centros de Custos dentro de um mesmo departamento.

Considerando que a “Governança Corporativa” é uma atitude da empresa, a qual deverá ser incorporada por todos os seus membros, conclui-se que vários departamentos da empresa estarão envolvidos com as atividades que levam às boas práticas de governança corporativa, desde os níveis hierárquicos superiores até os inferiores. Portanto, torna-se difícil a “departamentalização” para efeito de apropriação de custos.

As companhias abertas, tendo em vista as demandas por parte de órgãos reguladores e dos acionistas minoritários, têm elegido uma Gerência de Relações com Investidores (GRI) para desempenhar as funções ligadas à governança corporativa. Essas funções ficam sob responsabilidade específica de um Diretor de Relações com Investidores (DRI), quando previsto nos Estatutos da Empresa, ou

sob a responsabilidade do Diretor Administrativo Financeiro (DAF) ou ainda do Presidente da Diretoria, quando tais atividades acumulam-se à essas funções específicas.

A prática comum tem demonstrado que as companhias abertas tendem a considerar os custos inerentes à atividade de governança corporativa dentro do grupo das Despesas Administrativas e, nos casos em que a estrutura organizacional das companhias contempla formalmente o Departamento de Relações com Investidores, uma boa parcela dessas despesas acaba sendo-lhe atribuída.

Por conseguinte, essa prática faz com que a alocação das despesas envolvidas com a atividade de governança corporativa encontre-se dispersa em vários centros de custos/ departamentos, ocasionando o desconhecimento por parte das companhias do gasto que envolve essa atividade.

3.2.6 Órgãos administrativos envolvidos com a governança corporativa

A aplicação das boas regras de governança corporativa requer, de um lado, que as empresas definam claramente o papel que cabe a cada um dos órgãos envolvidos na gestão corporativa da empresa, e de outro, a estrutura necessária para atender à demanda por informações, procedimentos, atendimento a acionistas e publicações que, dentre outros, têm impacto direto nos custos das empresas.

Talvez uma das maiores dificuldades por parte das empresas com relação à alocação dos custos da atividade de governança corporativa refira-se à forma de “rateação dos custos” entre os que seriam custos administrativos de um departamento que atende a toda corporação e aqueles pertencentes especificamente à atividade de governança corporativa. No capítulo 5, é apresentada uma sugestão de como alguns desses custos poderiam ser alocados e rateados. Estruturalmente, a representação esquemática dos órgãos supra citados é apresentada abaixo:

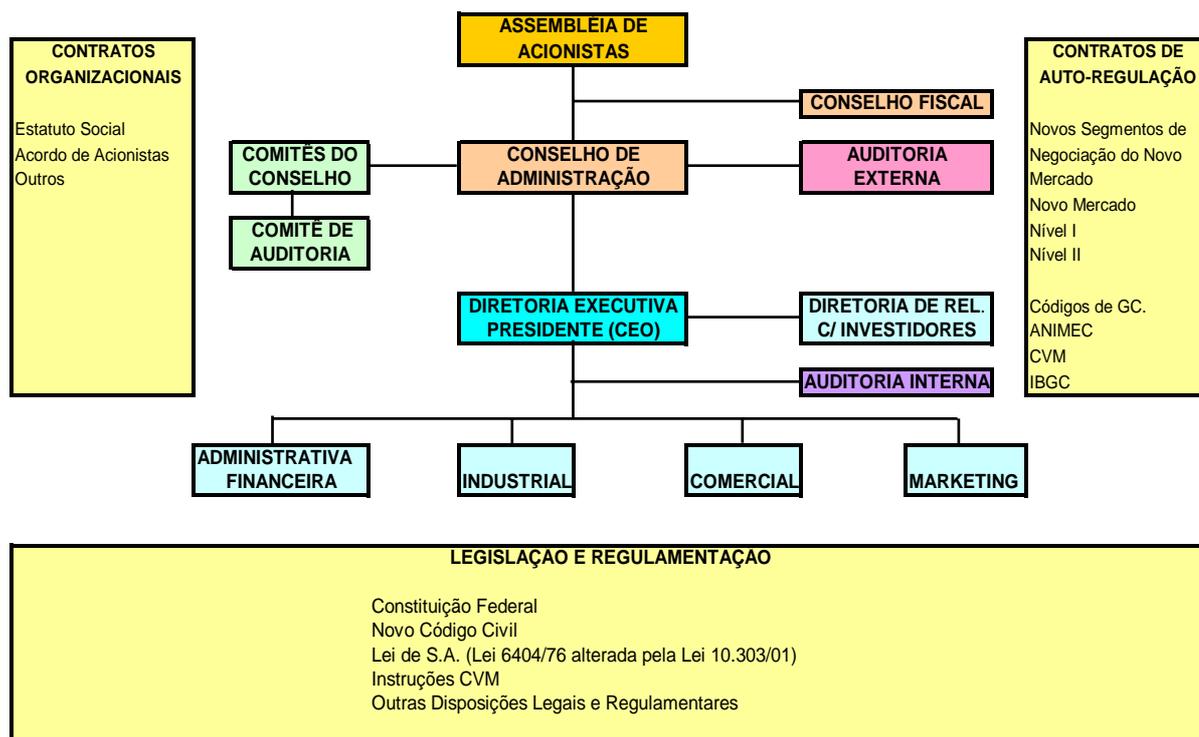


FIGURA 8 - Estrutura dos órgãos envolvidos com a governança corporativa.

Fonte: Elaborada por Brandão(2004, p.21) – Adaptada pelo autor.

3.2.6.1 Conselho de Administração

Segundo Di Miceli (2002, p. 49):

O Conselho de Administração tem um papel fundamental na governança corporativa das empresas, sendo o principal mecanismo interno para a diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores, e entre acionistas controladores e minoritários. Vários agentes de mercado chegam a associar o termo governança corporativa como sinônimo de papel ativo e independente do Conselho de Administração, embora o tema governança corporativa possua uma amplitude bem maior e o conselho seja somente um dos elementos componentes do sistema de governança das empresas.

Para Famá e Jensen (1983, p.303), o processo decisório da alta gestão envolve quatro etapas, duas das quais devem ser de exclusiva responsabilidade do conselho: a ratificação das decisões relevantes e o monitoramento da alta gestão. Já as etapas iniciação (geração de propostas) e implementação (execução das decisões) devem ficar a cargo da Diretoria.

A Lei das S.A.s - Lei 6.404/76, com as alterações introduzidas pela Lei 10.303/01 - no artigo 138, define que “a administração da Companhia competirá, conforme dispuser o Estatuto, ao Conselho de Administração e à Diretoria, ou

somente à Diretoria”. O artigo 142 trata da competência e determina as atribuições do Conselho de Administração. Adicionalmente, cabe ao Conselho de Administração a responsabilidade nas orientações, determinações de estratégias e deliberações de fixar uma conduta corporativa e ética. As atividades do Conselho de Administração devem ser normatizadas em um regimento interno, para evitar conflitos ou sobreposições de funções com a Diretoria Executiva.

3.2.6.2 Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal é um órgão interno de fiscalização obrigatório nos termos do Estatuto Social, permanente ou optativo, apenas funcionando nos exercícios em que for solicitado à Assembléia Geral. Suas atribuições estão previstas na Lei 6.404/76, em seu artigo 163. Assim, a ele compete:

- a) fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários, sem entrar no mérito sobre a conveniência das decisões empresariais tomadas pelos administradores. O Conselho Fiscal não goza de privilégio hierárquico de comando sobre os outros órgãos. O objetivo é examinar se os administradores administram de modo correto a Companhia, exercendo um controle técnico da atuação da administração;
- b) opinar sobre as demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela Companhia (incisos II, VI e VII do artigo 163), fazendo constar de seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da Assembléia Geral. Seu objetivo é verificar a regularidade e aferir se o que ocorreu na sociedade durante o exercício está corretamente refletido nos números expressos nas demonstrações contábeis;
- c) opinar sobre uma série de matérias a serem propostas pela administração à Assembléia Geral, quais sejam: modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão (inciso III do artigo 163). Seu objetivo é conferir segurança aos acionistas em sua deliberação sobre matérias relevantes opinião de órgão, em tese, isento sobre as

propostas da administração. O Conselho Fiscal não deve ficar restrito à verificação da legalidade das propostas apresentadas pelos administradores, devendo analisar a conveniência de tais propostas e se as mesmas atendem ao interesse social;

- d) denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos da administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à Assembléia Geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia. Tem como objetivo zelar para o fiel cumprimento das atividades do conselho de administração, visando a preservar a imagem da empresa perante seus *stakeholders* (partes relacionadas).

A responsabilidade dos conselheiros fiscais pelo cumprimento das obrigações legais e estatutárias é semelhante à dos administradores da Companhia. Segundo a Lei 6.404/76, em seu artigo 165, parágrafo 1º:

Os membros do Conselho Fiscal deverão exercer suas funções no exclusivo interesse da Companhia. Considerar-se-á abusivo o exercício da função com o fim de causar dano à companhia, ou aos seus acionistas ou administradores, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia, seus acionistas ou administradores.

3.2.6.3 Comitê de Auditoria

O Comitê de Auditoria, proposto pela Lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos da América, é composto de membros não executivos do Conselho de Administração, com o objetivo de escolher, disciplinar e fiscalizar os trabalhos da auditoria externa.

No Brasil, o papel do Comitê de Auditoria poderia ser delegado ao Conselho Fiscal. Talvez o ponto mais conflitante entre a lei americana e as normas da CVM - Comissão de Valores Mobiliários é a exigência de que o Comitê de Auditoria das empresas seja permanente, quando, no Brasil, o Conselho Fiscal não tem esse caráter. Outros aspectos relevantes dizem respeito à escolha dos conselheiros, que no Brasil é feita pelo controlador. Já nos EUA, o Comitê de Auditoria tem que ser independente dos sócios majoritários, e a ele cabe escolher o Auditor Independente, enquanto que no Brasil a escolha é do Conselho de Administração. Enquanto não

houver um consenso entre as partes, é necessário criar um mecanismo que aproxime as duas leis.

De acordo com a ótica que norteou a Lei Sarbanes-Oxley, recentemente o Conselho Monetário Nacional - CMN aprovou regras rígidas para a contratação de auditorias independentes por parte dos bancos e outras instituições financeiras, para reduzir o risco de distorção ou maquiagem de informações em seus balanços.

As novas regras valem para bancos e demais instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e câmaras prestadoras de serviço de compensação e liquidação, que tiveram prazo até o final de 2004 para se adaptar às novas determinações. Outra modificação é que as instituições financeiras que possuem patrimônio de referência igual ou superior a R\$ 200 milhões estão obrigadas a constituir um Comitê de Auditoria, composto por profissionais independentes e responsáveis por contratar um auditor independente. Haverá, também, exames de certificação para avaliar o grau de conhecimento do profissional sobre o mercado financeiro, conforme requisitos mínimos a serem estabelecidos.

3.2.6.4 Auditoria Interna

Auditoria interna é uma atividade de avaliação independente e de assessoramento da administração, voltada para o exame e avaliação da adequação, eficiência e eficácia dos sistemas de controle, bem como da qualidade do desempenho das áreas em relação às atribuições e aos planos, metas, objetivos e políticas definidos para estas.

Não há dúvida de que a contribuição de uma auditoria interna conduzida por um especialista e composta por equipe profissional bem treinada, adequadamente orientada e dimensionada, é de grande importância para assegurar que as normas estão sendo cumpridas à risca. Para os administradores verdadeiramente comprometidos com a ética, transparência, eficácia e resultados, uma competente auditoria interna pode contribuir com maior objetividade para a identificação dos riscos, redução de custos, melhoria da qualidade dos serviços, racionalização dos processos e fluxos operacionais, aprimoramento dos sistemas de informação, preservação e otimização dos ativos da organização e a correta aplicação dos recursos.

3.4.6.5 Diretoria de Relações com Investidores

Com a demanda crescente de informações pelos investidores e a busca de práticas de governança corporativa visando à segurança e transparência nas informações, surgiu uma nova área de atuação dos profissionais de contabilidade, finanças e outros, a de Relações com Investidores – RI. Seu objetivo é atuar como um canal de comunicação direto entre o interessado nas informações e o representante da empresa. Essa área, ou o profissional, é responsável por divulgar a política corporativa da empresa pela centralização da divulgação de informações da empresa ao público interessado (acionistas, clientes, fornecedores, instituições financeiras e legais, funcionários, etc.), esclarecer informações contidas em documentos contábeis e financeiros e prestar todo e qualquer tipo de informação útil aos investidores e ao mercado.

Compete à Diretoria/ Gerência de Relações com Investidores (RI) divulgar, interna e externamente, as melhores práticas de governança corporativa, passando, em muitos casos, a ter uma abrangência maior do que a dos Conselhos de Administração, Comitês de Auditoria e Auditorias Internas. Isso porque cabe à Diretoria de RI funcionar como **interface** com todas as partes relacionadas à empresa, tais como os acionistas, bancos, fornecedores, clientes, concorrentes, sindicatos, governo, eventualmente escolas e instituições que possam trabalhar em conjunto com essas empresas.

3.2.6.6 O *Chief Governance Officer* - CGO

Recentemente, surgiu no mercado norte-americano um novo profissional, o *Chief Governance Officer*, ou principal executivo da governança. Sua responsabilidade principal é garantir a lisura nos negócios e a transparência no relacionamento entre Conselho de Administração, executivos e acionistas. Atualmente, há cerca de 60 executivos no novo cargo nos Estados Unidos da América; a grande maioria foi alçada a essa posição como medida preventiva após os escândalos da Enron e da WorldCom.

Existe uma discussão sobre a necessidade e a eficácia dessa nova função. De um lado, os defensores desse novo cargo; de outro, os que afirmam que o cargo não tem razão de existir, pois a boa governança não depende de uma só pessoa.

Independentemente da discussão, o que se espera desse novo profissional é que ele não resolva todos os problemas de governança corporativa, mas sim que seja aquele a fiscalizar e garantir o relacionamento harmônico e transparente entre os poderes constituídos em uma empresa.

Em síntese, a governança corporativa vem preencher uma lacuna existente entre as empresas e os mecanismos de controles existentes, já que envolve a melhoria da postura ética/ moral da organização, considerando empregados, empregadores e acionistas.

À governança corporativa, pode ser atrelado todo o arcabouço de controles, normas e sistemas de segurança e qualidade existentes dentro de uma empresa, de forma que todos sejam complementares entre si, constituindo poderosa ferramenta de avaliação da empresa. Nesse sentido, podem ser partes integrantes de um sistema maior denominado Governança Corporativa: o sistema de controle interno, o modelo de gestão empresarial, as políticas, normas e procedimentos, o código de ética da empresa, o sistema de qualidade, a auditoria interna (especificamente as auditorias de informática, operacional e de gestão) e a segurança da informação.

O relacionamento harmônico entre Acionistas, Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Comitê de Auditoria, Auditoria Interna, Diretoria de Relações com Investidores, demais executivos e Controladoria é fator crítico de sucesso para uma boa Governança Corporativa e, conseqüentemente, para a melhor avaliação da companhia, por todas as partes relacionadas (*stakeholders*).

3.2.6.7 Contabilidade e Controladoria

Estruturalmente, os departamentos de Contabilidade e Controladoria estão subordinados à Vice-Presidência ou Diretoria Administrativo/ Financeira. Assim, segundo Padoveze (2003, p.4):

[...] a Contabilidade como ciência pode ser vista sobre dois enfoques: a visão da escola italiana, que enfoca o conceito de controle econômico do patrimônio e suas mutações (controle estático dinâmico) e a visão da escola americana, que enfatiza o conceito de processo de comunicação da informação econômica.

Para Herrmann Jr. (1978, p29), seguidor da escola italiana:

A Contabilidade, como ciência autônoma, tem por objeto o estudo do patrimônio azial sob o ponto de vista estático e dinâmico. Serve-se da

escrituração como instrumento para demonstrar as variações patrimoniais. A Contabilidade não se confunde, nem com a organização, nem com a gestão.

Já Hendriksen (1977, p.1000), pertencente à escola americana, postula que a Contabilidade “é um processo de comunicação de informação econômica para propósitos de tomada de decisão tanto pela administração como por aqueles que necessitam fiar-se nos relatórios externos”.

Tendo em vista que um dos principais pilares da Governança Corporativa é a transparência da informação (“*disclosure*”), cabe à contabilidade o importante papel de controle dos fatos econômicos e da comunicação da informação econômica para a tomada de decisão. Todavia, os sistemas tradicionais de informação contábil estão voltados ao armazenamento das informações segundo os critérios contábeis geralmente aceitos, e as novas exigências da governança corporativa requerem a elaboração de relatórios gerenciais mais específicos e completos (a serem elaborados pelo Departamento de Controladoria) para serem utilizados pelos demais órgãos envolvidos com a atividade de governança corporativa e com a divulgação das informações.

A Controladoria como ciência, segundo Pereira (1999, p. 1):

[...] compreende o estudo das premissas, dos conceitos e dos princípios que possibilitam a definição de modelos de decisão, mensuração, acumulação de informação e resultados, e que suportem conceitualmente, os sistemas de informações de apoio ao processo de gestão econômica das empresas, com vistas a assegurar a otimização dos seus resultados econômicos.

Com as novas exigências da Governança Corporativa, a definição que mais atende à realidade atual é a proposta por Peleias (2002, p.34):

Podemos dizer que hoje é a Controladoria a grande responsável pela coordenação de esforços com vista a otimização da gestão de negócios das empresas e pela criação, implantação, operação e manutenção de sistemas de informação que dêem suporte ao processo de planejamento e controle.

O papel da Controladoria nas organizações assume uma maior importância no organograma funcional, cabendo-lhe, como funções vitais, o controle, a produção e o fornecimento de informações confiáveis, que vão refletir-se na governança corporativa da Companhia. Assim, como responsável pelo processo de controle e otimização no uso dos recursos, suas práticas refletem o nível de responsabilidade perante os diversos públicos interessados: investidores, empregados, credores e outros.

A Controladoria tem, dentre suas atribuições, a função de organizar e reportar dados relevantes no processo decisório, desempenhando, portanto, um papel estratégico no conceito de *accountability*, suportado pelas teorias da decisão, mensuração e informação.

3.2.6.8 Outros órgãos envolvidos com a governança corporativa

Além dos anteriormente citados, vários outros órgãos estão direta ou indiretamente envolvidos na atividade de governança corporativa, na medida em que esta pressupõe o relacionamento com todos os “*stakeholders*” da empresa:

- a) Departamento de Serviços aos Acionistas (DSA): relacionamento direto com os investidores, prestação de serviços de transferência de titularidade de ações e pagamento de proventos, porém, a maioria das companhias abertas terceiriza esse serviço. (Ex: B. Itaú, Bradesco, B. Real, B. Brasil, outros);
- b) Departamento de Compras (DC): relacionamento com os fornecedores; compete a ele mostrar qual é a visão da empresa e exigir de seus fornecedores que assumam práticas de boa governança corporativa;
- c) Departamento de Vendas (DV): relacionamento com os clientes; compete ao DV transmitir qual é a visão da empresa e as suas práticas de boa governança corporativa;
- d) Departamento de Marketing (DM): relacionamento institucional; deve divulgar qual é a postura da empresa com relação às suas práticas de boa governança corporativa;
- e) Departamento de Recursos Humanos (RH): relacionamento com os empregados; deve transmitir aos empregados quais são as práticas de boa governança corporativa para que todos as coloquem em vigor;
- f) Outros Departamentos: todos os departamentos que, de alguma forma, estiverem envolvidos com os diversos públicos relevantes da companhia (“*stakeholders*”); devem conhecer e transmitir as boas práticas de governança corporativa que a empresa possui.

4 METODOLOGIA DA PESQUISA E ANÁLISE DOS DADOS

É freqüente a classificação dos termos “método” e “técnica” como sinônimos, porém, seus significados são diferentes. Ferreira (1999, p.1328) esclarece que o termo “método” tem sua origem do termo grego *méthodos*, que significa “caminho para chegar a um fim”. Assim, é possível afirmar que método é o caminho pelo qual se atinge um objetivo. O mesmo autor (1999, p.1935) afirma que o termo técnica origina-se do grego *technikós* e do latim *technicu*, que significam “relativo à arte”. Dessa forma, técnica seria a forma ou maneira de se executar algo.

Marconi e Lakatos (2003, p.163) consideram que “tanto os métodos quanto as técnicas devem adequar-se ao problema a ser estudado, às hipóteses levantadas e que se queira confirmar, ao tipo de informantes com que se vai entrar em contato”.

A escolha do instrumental metodológico está diretamente relacionada a vários fatores envolvidos na pesquisa, a saber:

- a) a natureza dos fenômenos;
- b) o tema e o problema a serem estudados;
- c) os recursos disponíveis (financeiros e humanos);
- d) a profundidade da investigação;
- e) a extensão do controle sobre os eventos;
- f) o caráter temporal dos acontecimentos (históricos ou contemporâneos).

O levantamento de dados pode ser obtido de duas maneiras: por meio da pesquisa de campo ou da pesquisa de laboratório. Então, os autores supra citados (2003, p. 186) expõem que:

Pesquisa de campo é aquela utilizada com o objetivo de conseguir informações e/ ou conhecimentos acerca de um problema, para o qual se procura uma resposta, ou de uma hipótese, que se queira comprovar, ou, ainda, descobrir novos fenômenos ou as relações entre eles.

Para identificar em que estado encontra-se o problema que se quer estudar, o primeiro passo é realizar uma pesquisa bibliográfica sobre o tema em questão, verificar os trabalhos já realizados e quais as opiniões sobre o assunto. Dessa forma, é possível estabelecer um referencial que determinará as variáveis a serem consideradas na pesquisa. Posteriormente, devem ser determinadas as técnicas a serem utilizadas na coleta de dados e na determinação da amostra, que respaldem

as conclusões da pesquisa. Para a coleta de dados, devem ser estabelecidas *a priori* as técnicas empregadas na análise posterior.

De acordo com Yin (2005, p.23), a decisão pela utilização de determinada estratégia de pesquisa fundamenta-se em três condições, que consistem:

- a) no tipo da questão de pesquisa proposta;
- b) na extensão de controle que o pesquisador tem sobre eventos comportamentais efetivos;
- c) no grau de enfoque em acontecimentos históricos em oposição a acontecimentos contemporâneos.

Essas três condições são correlacionadas às cinco principais estratégias de pesquisa nas ciências sociais, conforme matriz apresentada no quadro a seguir.

Estratégia	Forma de questão de pesquisa	Exige controle sobre eventos comportamentais	Focaliza acontecimentos contemporâneos
Experimento	como, por que	sim	sim
Levantamento	quem, o que, onde, quantos, quanto	não	sim
Análise de arquivos	quem, o que, onde, quantos, quanto	não	sim / não
Pesquisa histórica	como, por que	não	não
Estudo de caso	como, por que	não	sim

QUADRO 11 - Situações relevantes para diferentes estratégias de pesquisa

Fonte: COSMOS Corporation (apud YIN, 2001, p.24)

Diante do quadro acima, este autor optou pelo método de levantamento de dados que forneçam elementos para verificar, sob o enfoque de custos **“quais são os principais fatores inibidores da atividade de governança corporativa, e se estes interferem na adesão de maior número de companhias abertas ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA”**.

4.1 Metodologia da pesquisa.

Foi realizada pesquisa exploratória junto a cinquenta das principais companhias de capital aberto (dessas trinta dispuseram-se a colaborar na pesquisa, e vinte e sete já aderiram a um dos níveis de governança corporativa da BOVESPA), com o intuito de identificar se o objetivo da pesquisa pode ser confirmado,

contribuindo para o desenvolvimento da contabilidade de custos em governança corporativa.

Nesse sentido, postula Gil (1999, p.43):

Pesquisas exploratórias são desenvolvidas com o objetivo de proporcionar visão geral, de tipo aproximado, acerca de determinado fato. Este tipo de pesquisa é realizado especialmente quando o tema escolhido é pouco explorado e torna-se difícil sobre ele formular hipóteses precisas e operacionalizáveis.

Para tanto, realizou-se extenso levantamento bibliográfico e documental, além de entrevistas não padronizadas e um estudo de caso.

Após a definição do tema da pesquisa, procurou-se realizar o levantamento bibliográfico sobre o assunto a ser investigado, devendo-se ressaltar que a bibliografia sobre governança no Brasil ainda é relativamente escassa. Por essa razão, foram consultados livros de autores nacionais e estrangeiros, artigos de vários autores nacionais e internacionais, teses de doutoramento, dissertações de mestrado e textos disponibilizados na internet.

A pesquisa de campo foi realizada por meio da aplicação de um questionário, pelo qual procurou-se dar especial atenção ao formato das questões, visando a adequação das respostas coletadas junto ao público selecionado, e que atendessem plenamente ao objetivo da pesquisa.

Após obtenção das respostas, identificou-se que as companhias brasileiras não segregam os custos da atividade de governança corporativa das despesas administrativas. A título de contribuição, procurou-se desenvolver um estudo de caso junto a uma grande companhia de capital aberto, objetivando identificar os custos da governança corporativa, que atualmente são considerados despesas administrativas.

Nesse contexto, segundo Gil (1999, p.72):

[...] o estudo de caso é caracterizado pelo estudo profundo e exaustivo de um ou de poucos objetos, de maneira a permitir o seu conhecimento amplo e detalhado, tarefa praticamente impossível mediante outros tipos de delineamentos considerados.

Para Yin (2001, p.23), o estudo de caso vem sendo utilizado pelos pesquisadores sociais com diferentes propósitos:

- a) explorar situações da vida real cujos limites não são claramente definidos;

- b)descrever a situação do contexto em que está sendo feita determinada investigação;
- c)explicar variáveis causais de determinado fenômeno em situações muito complexas, que não possibilitam a utilização de levantamentos e experimentos.

O estudo de caso elaborado levou este pesquisador a sugerir, como poderá ser verificado no item 4.5, a criação de um centro de custos específico para segregar os custos das atividades de governança corporativa das despesas administrativas.

4.2 Características gerais da pesquisa: tipo e critérios de qualidade

Para Gil (1999, p.43), “a pesquisa é um processo formal e sistemático, de desenvolvimento do método científico. O objetivo fundamental da pesquisa é descobrir respostas para problemas mediante o emprego de procedimentos científicos”.

As pesquisas de campo dividem-se em três grandes grupos: quantitativo-descritivos, exploratórios e experimentais, com as respectivas subdivisões. Com relação ao grupo de pesquisas exploratórias, Trípodí et al. (1975, p.42) esclarecem que:

Exploratórias – são investigações de pesquisa empírica cujo objetivo é a formulação de questões ou de um problema, com a tripla finalidade: desenvolver hipóteses, aumentar a familiaridade do pesquisador com um ambiente, fato ou fenômeno, para a realização de pesquisa futura mais precisa ou modificar e clarificar conceitos. Empregam-se geralmente procedimentos sistemáticos ou para a obtenção de observações empíricas ou para as análises de dados (ou ambas, simultaneamente).

A formulação das questões a serem respondidas é tarefa complexa para qualquer pesquisa. Nesse particular, revisar a literatura existente sobre o assunto é de fundamental importância. Após a definição do tema da pesquisa, o passo seguinte do pesquisador é o levantamento bibliográfico sobre o assunto a ser investigado. Porém, este deve ser cauteloso para tratar a revisão da literatura como um meio de se atingir um fim, não como uma finalidade em si. Em outras palavras, a revisão não deve objetivar a busca de respostas sobre um determinado assunto, mas sim o desenvolvimento de questões sobre o mesmo. Uma vez definida a estratégia do estudo para a pesquisa, o próximo passo é o projeto.

Assim, Yin (2001, 41) explica que “no sentido mais elementar, o projeto é a seqüência lógica que conecta os dados empíricos às questões de pesquisa iniciais do estudo e, em última análise, às suas conclusões.” Ainda, deve incorporar desde as questões do estudo, passando por proposições (para a procura de evidências importantes), definição da(s) unidade(s) de análise (importante para a delimitação do campo da pesquisa), ligação entre os dados coletados e proposições e critérios para a interpretação das descobertas. Os três primeiros itens estão relacionados com quais dados devem ser coletados, e os dois últimos indicam o que fazer com eles.

Na visão do mesmo autor (2001, 55), “a qualidade de qualquer projeto de pesquisa pode ser julgada de acordo com certos testes lógicos”. Conforme o *U.S. General Accounting Office* 1990, “os conceitos por trás de tais testes incluem fidedignidade, credibilidade, confirmabilidade e fidelidade dos dados”. A qualidade da pesquisa englobou três critérios: validade do desenho metodológico; como instrumento de pesquisa, foi elaborado questionário abrangente, porém diretamente focado no objetivo do tema da dissertação; confiabilidade dos resultados.

Com relação ao desenho metodológico, este foi baseado em referências acadêmicas sólidas. O questionário utilizado como instrumento de pesquisa foi submetido a pré-testes, o que proporcionou condições de aprimoramento visando a formatá-lo da maneira mais objetiva ao interesse da pesquisa. Já a confiabilidade dos resultados foi buscada por meio de procedimentos definidos e claros, que poderão ser reprisados por outro pesquisador qualificado, entendendo-se que, se tais procedimentos forem convenientemente adotados, levarão aos mesmos resultados.

4.3 Procedimentos adotados para o levantamento bibliográfico

Após a definição do tema da pesquisa, procurou-se realizar o levantamento bibliográfico sobre o assunto a ser investigado. Sobre isso, Martins (2002, p.24) explica que “além da revisão bibliográfica, o investigador, quando possível, deverá consultar autoridades no assunto: professores, cientistas, e mesmo colegas de escola e de trabalho”. Assim, foi elaborado um sumário preliminar com ênfase na revisão bibliográfica, o qual foi discutido com outros mestrandos do mesmo programa de mestrado, com o objetivo de validar o escopo da revisão da literatura.

Para o levantamento bibliográfico, foram utilizados artigos publicados de autoridades nos assuntos, periódicos especializados, teses de doutoramento, dissertações de mestrado, textos disponibilizados na Internet, livros no idioma original e traduzidos, revistas de ponta nacionais e internacionais e textos de documentos de empresas de auditoria e consultoria.

Vale ressaltar o que diz Alves-Mazzotti (2002, p.26) sobre a qualidade da revisão da literatura. Segundo a autora:

[...] os livros refletem com atraso o estado do conhecimento numa dada área. Desta forma, deve-se procurar especialmente por trabalhos de pesquisa e artigos de revistas nacionais ou estrangeiras.
[...] à exceção dos estados da arte, o pesquisador deve, sempre que possível, basear sua revisão em fontes primárias, isto é, nos próprios artigos, documentos ou livros, e não em citações de terceiros.

A literatura acadêmica sobre governança corporativa no Brasil ainda não é muito extensa, e somente agora alguns trabalhos mais focados na realidade das empresas brasileiras estão disponíveis, e diferem bastante do enfoque da literatura americana, na qual o tema surgiu e encontra-se mais desenvolvido. Parcela significativa dos estudos nacionais está focada na relação propriedade x gestão, acionistas controladores x acionistas minoritários (companhias abertas) e/ ou nas empresas familiares com seus problemas de sucessão.

Pela produção ainda incipiente de livros abordando o tema da governança corporativa no Brasil, foi dada maior ênfase a artigos publicados em revistas especializadas nacionais, como a Revista de RI (publicação do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores), e internacionais, como a HBR – *Harvard Business Review Magazine*.

A grande quantidade de “definições” sobre governança corporativa levou o autor deste trabalho a refletir sobre o fato de que, como o tema passou a ser mais desenvolvido no Brasil apenas a partir de 1998, ainda há desconhecimento ou interpretações superficiais sobre a sua abrangência. Isso mesmo entre as empresas de capital aberto, as quais, pela própria dinâmica do mercado, são as que têm sido induzidas a assumir as “melhores práticas de governança corporativa”, principalmente aquelas incluídas nos segmentos de governança corporativa do Novo Mercado da BOVESPA.

Procurou-se identificar, junto a um universo diferenciado de companhias de capital aberto (com ações negociadas na bolsa de valores), empresas de grande e médio portes, qual o entendimento com relação à governança corporativa, bem como quais os fatores que inibem a maior adesão das empresas aos níveis I, II e Novo Mercado da BOVESPA.

4.4 Coleta de dados: estratégia, instrumento e dinâmica da coleta.

4.4.1 Procedimentos adotados para a realização da pesquisa de campo

O instrumento considerado mais adequado para o levantamento de dados em campo foi a aplicação de um questionário. Por meio de consultas a obras especializadas, como Babbie (1999) e Cooper e Schindler (2003), procurou-se dar especial atenção ao formato das questões, aos cuidados na sua formulação, à imparcialidade do pesquisador, ao tipo de resposta (aberta *versus* fechada, múltipla escolha *versus* questões dicotômicas) e à adequação das perguntas ao público ao qual seriam direcionadas.

Posteriormente, foi identificado o universo da pesquisa (população), direcionada aos Diretores de Relações com Investidores (DRI) e gerentes de Relações com Investidores (GRI) das companhias abertas que já fizeram sua adesão aos segmentos de governança corporativa do Novo Mercado da BOVESPA, ou que pretendiam fazê-lo.

A amostragem foi determinada por acessibilidade (ou conveniência). O autor deste trabalho procurou identificar junto as mais representativas empresas registradas na BOVESPA, quais são os fatores que inibem a adesão de maior número de companhias abertas ao Novo mercado, e como esses fatores são considerados sob enfoque de custos, na tomada de decisão. O enfoque da amostragem por acessibilidade foi considerado tendo em vista que, na percepção do pesquisador com relação às empresas pesquisadas, elas representam o universo das companhias abertas brasileiras (visão da empresa familiar).

Conforme Gil (1999, p.104), no que se refere à amostragem por acessibilidade, “o pesquisador seleciona os elementos a que tem acesso, admitindo

que estes possam, de alguma forma, representar o universo. Aplica-se este tipo de amostragem em estudos exploratórios ou qualitativos.”

4.4.2 Procedimentos específicos para a elaboração do questionário

Na configuração do questionário, concluiu-se pela necessidade de utilização de pesquisas qualitativas e quantitativas como forma mais adequada de atingir o objetivo proposto.

Conforme Castro (1978):

[...] pesquisas qualitativas são mais orientadas para a percepção de uma realidade que se investiga, já as pesquisas quantitativas são pautadas pela utilização intensiva de ferramentas de análise e tratamento quantitativo de dados.

O autor desta dissertação foi cauteloso quando da elaboração do questionário, para evitar cair em um erro não-amostal. Nesse contexto, afirma Chagas (2000):

[...] quanto aos erros não-amostrais, inúmeras são as fontes de sua ocorrência; entre elas, questionários de dados mal elaborados, com questões tendenciosas ou dúbias e a escolha e/ ou o uso incorreto de escalas de medição.

A primeira preocupação foi quanto ao conteúdo das perguntas na elaboração do questionário, as quais podem ser abertas, de múltipla escolha ou dicotômicas. As questões abertas geralmente propiciam a obtenção de respostas com maior conteúdo, pois podem cobrir pontos além das questões fechadas e proporcionam comentários, explicações e esclarecimentos significativos por parte dos respondentes. Entretanto, Hill e Hill (2002, p.95) fazem as seguintes advertências:

Antes de escrever perguntas abertas, o investigador deve pensar como vai analisar as respostas. Tem tempo e vontade para aplicar ‘análise de conteúdo’ ou outra análise semelhante, às respostas e perguntas abertas? Se não, deve evitar muitas perguntas abertas.

Por conseguinte, optou-se por questões com respostas de múltipla escolha, tendo em vista uma maior objetividade nas respostas. Esse tipo de perguntas apresenta maior facilidade de aplicação, processo e análise pelo pesquisador, e facilidade e rapidez no ato de responder, com pouca possibilidade de erros por parte do respondente. Entretanto, a principal desvantagem reside na possibilidade da omissão de alguma alternativa importante no momento da elaboração da questão, podendo ocorrer fortes vieses. Assim, o objetivo da primeira parte da pesquisa foi

identificar junto aos pesquisados suas crenças e padrões de ação com relação ao tema governança corporativa.

No tocante à utilização de perguntas com respostas no formato de múltipla escolha, deve-se optar por índices ou escalas. De acordo com Babbie (1999, p.214):

Índices e escalas (especialmente escalas) são dispositivos de redução de dados, as várias respostas de um respondente podem ser resumidas num único escore, e mesmo assim os detalhes específicos daquelas respostas serem mantidos quase que na totalidade.

[...] escalas geralmente são superiores a índices porque escores de escalas fornecem mais informação do que escore de índices.

As escalas são consideradas padronizadas quando se referem à unidades de medidas concretas, como sistema métrico, valores em uma determinada moeda, etc. Quando se quer mensurar algo mais abstrato e complexo, como atitudes e comportamentos, a solução é a construção de uma escala sob medida.

Procurou-se ordenar as perguntas de uma maneira que facilitasse o raciocínio do respondente, tendo em vista o fator tempo a ser gasto na resposta e, como consequência, no questionário como um todo. Com relação à quantidade de perguntas e sua distribuição por variáveis da investigação, procurou-se listar todas as variáveis conhecidas.

A versão definitiva do questionário encontra-se no Apêndice A. O autor deste trabalho, após realizar pesquisa bibliográfica específica sobre construção de questionários e acatar às observações de colegas do mesmo programa de mestrado e das autoridades entrevistadas, optou por elaborar perguntas fechadas, com respostas de múltipla escolha no formato de escalas de Likert, ordenando-as por assuntos específicos.

4.4.3 Coleta de dados

A coleta de dados foi efetuada mediante entrevista estruturada, realizada junto a profissionais de empresas em diversos graus de utilização de boas práticas de governança corporativa, que desempenham as funções de Diretor de Relações com Investidores – DRI; Gerentes de Departamentos de Relações com Investidores – GRI e/ou Controllers de Companhias Abertas.

Segundo Marconi e Lakatos (2003, p.197):

A entrevista padronizada ou estruturada: é aquela em que o entrevistador segue um roteiro previamente estabelecido; as perguntas feitas ao indivíduo são pré-determinadas. Ela se realiza de acordo com um formulário elaborado e é efetuada de preferência com pessoas selecionadas de acordo com um plano.

A dinâmica de coleta de dados compreendeu as seguintes etapas:

- a) seleção de contatos informais e formais com potenciais entrevistados;
- b) levantamento das informações preliminares sobre como os entrevistados consideram a importância do tema individualmente, levando em conta a política específica de suas empresas;
- c) elaboração de questionário e aplicação de pré-testes para aferir sua eficácia;
- d) realização das entrevistas;
- e) organização das informações coletadas.

A seleção e os contatos com os potenciais entrevistados (primeira etapa da coleta) foram feitos considerando companhias abertas que se encontram em diferentes estágios de governança corporativa. Assim, foram identificados basicamente dois perfis de empresas: aquelas que já fizeram sua adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa do Novo Mercado da BOVESPA (por sua vez, subdivididas em três segmentos: Níveis Diferenciados I e II e Novo Mercado), e as que ainda não fizeram sua adesão a esses segmentos. Os contatos foram realizados pessoalmente, por telefone e via e-mails.

O levantamento de informações preliminares levou em conta a subdivisão das empresas nos dois grupos citados no item anterior, considerando as suas especificidades.

No que tange à elaboração dos questionários, foram consideradas as variáveis da pesquisa, observando-se que o problema de pesquisa, enunciado no Capítulo 1, divide-se em duas partes:

- a) verificar quais são os fatores que inibem um maior número de adesões de empresas aos níveis do Novo Mercado e de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa da BOVESPA;
- b) como os administradores consideram esses fatores inibidores sob o enfoque de custos (custos implícitos ou explícitos) para efeito da tomada de decisão.

Foram realizados pré-testes junto às companhias que se enquadravam nos perfis acima descritos, e algumas delas ainda não aderiram aos Níveis de Governança Corporativa da BOVESPA. Aquelas que já o fizeram foram subdivididas nos níveis I, II e Novo Mercado. Os pré-testes contribuíram para que fossem feitos os ajustes necessários no questionário.

A organização das informações coletadas possibilitou a preparação de um relatório de pesquisa, que registra as principais conclusões obtidas com o referido estudo e que serão apresentadas no item a seguir.

4.5 Considerações sobre os resultados da pesquisa

Para a negociação de ações, existem registradas na BOVESPA cerca de 400 companhias abertas, e dessas, até dezembro de 2004, apenas um contingente de 47 empresas havia feito sua adesão aos segmentos de listagem do Novo Mercado e de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, estando distribuídas 33 no nível I, 7 no nível II e 7 no nível Novo Mercado. Dessa forma, destaca-se que após quatro anos de implantação, apenas sete companhias aderiram ao nível máximo de Governança Corporativa do Novo Mercado, e mesmo se consideradas essas sete, que haviam aderido ao nível II, teria-se um percentual de apenas 3,5% sobre o total de companhias registradas.

A pesquisa procurou identificar quais são os fatores que inibem adesão de um número maior de empresas aos segmentos diferenciados de governança corporativa do Novo Mercado. Para responder ao problema da pesquisa, procurou-se verificar se os fatores identificados levam as empresas a incorrer em uma série de custos (explícitos ou implícitos) e como estes são considerados pelos administradores na tomada de decisão.

4.5.1 Aspectos preliminares

O universo de empresas (população) objeto do presente estudo é formado de 50 companhias abertas que possuem suas ações listadas para negociação na BOVESPA (representando em termos de valor de capitalização de mercado 76% do valor total das companhias listadas na BOVESPA em 31.12.2004). Assim, foram

consideradas 30 companhias que já aderiram aos segmentos de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado e 20 empresas que ainda estão estudando essa possibilidade.

A amostra de empresas considerada na pesquisa compreendeu 30 dessas companhias abertas que retornaram o pré-questionário e se dispuseram a participar da pesquisa, das quais 26 encontravam-se listadas nos segmentos do Novo Mercado e 4 pretendiam aderir aos citados segmentos. O valor de mercado em dezembro de 2004, das 30 companhias abertas que participaram da pesquisa equivalia a R\$ 183,6 bilhões, representando 53,86% do valor de mercado do total das 358 companhias abertas com negociação em 31.12.2004 (dados fornecidos pela BOVESPA) no montante de R\$ 340,9 bilhões.

O perfil dos profissionais que colaboraram na pesquisa é representado por Diretores (DRI) e Gerentes de Relações com Investidores (GRI) das companhias de capital aberto selecionadas. O questionário submetido aos profissionais que responderam à pesquisa foi dividido em 3 módulos, e esse questionário completo encontra-se no Apêndice A.

No primeiro módulo, procurou-se identificar junto aos profissionais entrevistados alguns aspectos qualitativos, com destaque para:

- a) os conceitos e o estágio atual de governança corporativa praticados pelas empresas;
- b) que importância elas atribuem aos diferentes Códigos de Governança Corporativa existentes, como elas empresas estão enquadradas nos padrões de exigências de governança corporativa dos níveis I, II e Novo Mercado da BOVESPA e se as práticas de governança corporativa contribuem ou não para a melhor “precificação” de suas ações na BOVESPA;
- c) como deve ser a subordinação da estrutura do Departamento de Relações com Investidores (RI) e a estrutura do sistema de informações da empresa;
- d) quais os fatores que inibem a adesão de novas empresas ao Novo Mercado da BOVESPA (fatores explícitos ou implícitos) e que grau de importância as empresas atribuem a esses fatores;

- e) qual o nível de conhecimento que as empresas detêm sobre os custos da atividade de governança corporativa e, caso tivessem um maior grau de conhecimento desses custos, se haveria a possibilidade de maior migração para o Novo Mercado da BOVESPA.

No segundo módulo, procurou-se identificar como as empresas consideram os custos de algumas atividades ligadas à governança corporativa, com destaque para:

- a) abertura de capital da empresa;
- b) preparação de operação de captação de recursos no mercado acionário;
- c) os custos relativos aos órgãos envolvidos com a governança corporativa.

No terceiro módulo, procurou-se captar junto aos profissionais que responderam à pesquisa como poderia ser determinada uma forma de apropriação de custos (rateio), considerando uma série de atividades ligadas à governança corporativa, caso viesse a ser criado um centro específico de custos.

4.5.2 Resultado da pesquisa

Módulo I

No módulo 1, foram realizadas várias perguntas qualitativas dirigidas aos profissionais de Relações com Investidores (RI), visando a identificar os conceitos, o atual estágio, a estrutura, o conhecimento dos custos da atividade de governança corporativa nas empresas e os fatores que inibem a adesão de maior número de companhias abertas aos níveis diferenciados I, II e Novo Mercado da BOVESPA.

Frente à diversidade de definições sobre o tema da Governança Corporativa, procurou-se verificar junto aos entrevistados qual o conceito que as empresas consideram o mais adequado.

Para a questão nº 1:

“Qual é o conceito de governança corporativa que mais se adapta aos objetivos da sua companhia?”

Metade (50%) dos entrevistados apontou a alternativa **b** como a que melhor se enquadra nos conceitos utilizados pelas suas respectivas empresas, ou seja: **“É o sistema de relacionamento entre a alta direção da Companhia, Acionistas e demais *stakeholders*”**. Essa resposta vai de encontro à da definição que vem sendo indicada como mais apropriada pelo IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. As alternativas **a** e **d** concentraram 10% das respostas cada uma, e a alternativa **c** representou 30%, com destaque para a seguinte definição: **é o sistema de informações para atender aos diversos públicos da companhia (*stakeholders*) e as normas legais**. Na figura abaixo, a porcentagem das respostas:

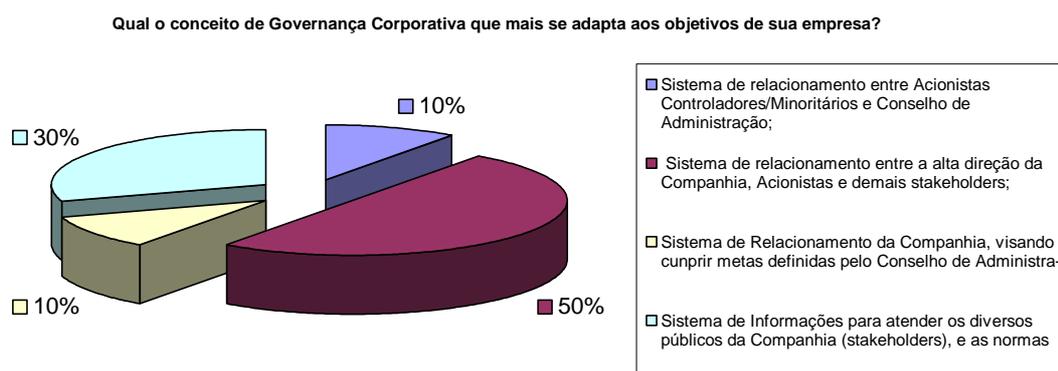


FIGURA 09 - Conceito de governança corporativa utilizado pelas empresas pesquisadas

Fonte: elaborada pelo autor

Na questão nº2:

“Qual é o estágio de governança corporativa praticado pela sua empresa?”

Conclui-se que, de forma geral, todas as companhias atendem aos requisitos mínimos exigidos pela legislação em vigor, e as que já estão listadas no Novo Mercado ainda atendem aos exigidos pelos segmentos de Níveis

Diferenciados de Práticas de Governança Corporativa da BOVESPA. Na figura abaixo temos o percentual das respostas obtidas:

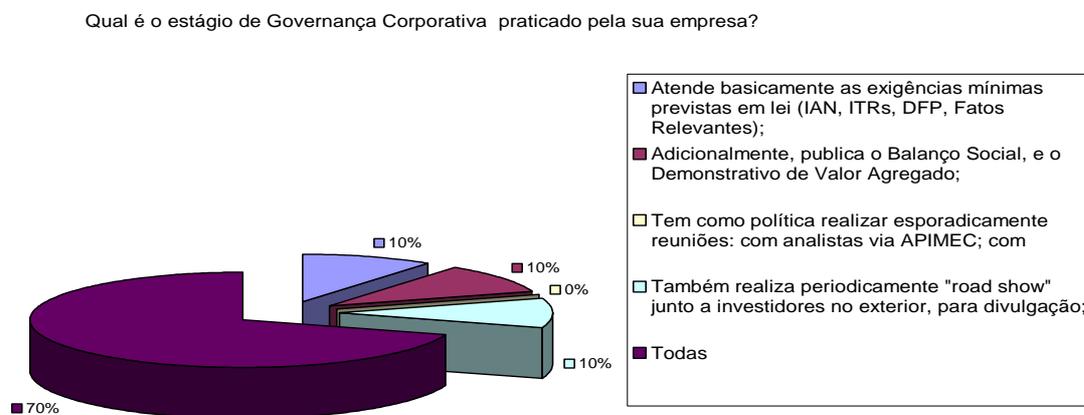


FIGURA 10 - Estágio da governança corporativa nas empresas pesquisadas

Fonte: elaborada pelo autor

A questão nº 3 tinha como objetivo identificar os níveis de exigências mínimas a que cada uma das empresas entrevistadas estava sujeita:

“Sua empresa se encontra listada em alguns dos níveis de Governança Corporativa do Novo Mercado da BOVESPA?”

A resposta deve ser considerada de forma preliminar para as demais questões formuladas a seguir.

Na questão nº 4:

“Qual a importância atribuída aos códigos de Governança Corporativa existentes?”

Foi solicitado aos entrevistados que atribuíssem uma nota aos diversos códigos ou cartilhas existentes. Verificou-se boa convergência no que diz respeito a seguir as sugestões constantes das diversas cartilhas com normas sobre governança corporativa. As normas constantes da Cartilha da CVM são seguidas pela maioria das empresas, que atribuíram a maior nota em termos de grau de importância, com 9,4; seguida pelas normas constantes da Cartilha do IBGC com 8,9; da ANIMEC com 7,4; e a Cartilha da BOVESPA, com relação às normas do Novo Mercado, recebeu apenas 5,9. Assim, conclui-se que mesmo as empresas que já se encontram no segmento do Novo Mercado ainda têm dificuldades para seguir

todas as normas constantes daquele mercado, principalmente as dos Níveis I e II. Assim, na figura abaixo:

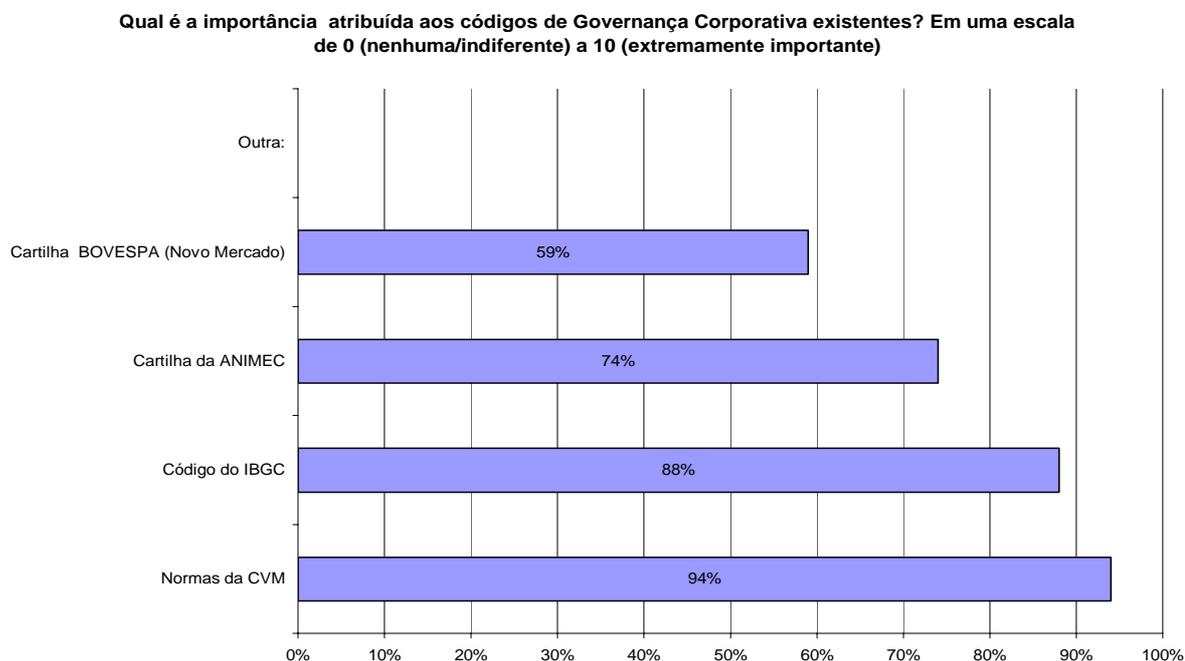


FIGURA 11 - Grau de importância atribuído às cartilhas de governança corporativa pelas empresas.

Fonte: elaborada pelo autor

Na questão n° 5:

“Você considera que a adoção de boas práticas de governança corporativa contribui para melhorar a imagem da empresa e se refletem nas cotações das ações registradas em bolsa?”

Houve uma convergência forte das respostas em relação à questão: alcançou média nove em uma escala de zero (nenhuma/ indiferente) a dez (extremamente importante).

Com relação à questão n° 6:

“Qual a política de relações com investidores (RI) adotada por sua empresa?”

O objetivo foi identificar se as atividades de RI estão sendo acumuladas por um único administrador (presidente/diretor financeiro) ou se já existe uma preocupação em designar um diretor específico para a função, no sentido de melhor atender à demanda de informações que a atividade de governança corporativa

exige. Em 70% das empresas, existe a figura de um Diretor em tempo integral (alternativa **d** = 40%) ou em tempo parcial (alternativa **c**= 30%) assessorado por um Departamento de RI (gerência) e, nos demais casos, a função ainda é acumulada por um único administrador (alternativa **a** = 30%).

Na questão nº 7:

“Qual a estrutura ideal para o funcionamento do Departamento de RI, com foco na governança corporativa?”

Verificou-se alta convergência das respostas, pois 70% dos entrevistados indicaram a alternativa **b** **“a Gerência de Relações com Investidores – GRI deve se reportar diretamente ao DRI, e este, por sua vez, ao Presidente da Diretoria”**. A alternativa **a**, “Gerência de RI, se reportando diretamente ao Diretor de RI”, foi escolhida pelos demais entrevistados.

Na questão de nº 8:

“Como você vê a necessidade da empresa criar o Comitê de Auditoria (Lei Sarbanes-Oxley), diretamente subordinado a Assembléia de Acionistas?”.

Entre os profissionais entrevistados, considerando os que representam empresas que possuem boa dispersão acionária (preferenciais) ou mesmo aquelas que têm baixa dispersão, 80% são a favor da criação do Comitê de Auditoria exigido pela Lei Sarbanes-Oxley (alternativas **a** = 50%, **b** = 20% e **d** = 10%). Já 20% dos entrevistados consideraram a alternativa **c**, na qual as funções do Comitê de Auditoria poderiam ser desenvolvidas pelo Conselho Fiscal. Conforme figura abaixo:

Como você vê a necessidade da empresa criar o Comitê de Auditoria (Lei Sarbanes-Oxley) diretamente subordinado a Assembléia de Acionistas?

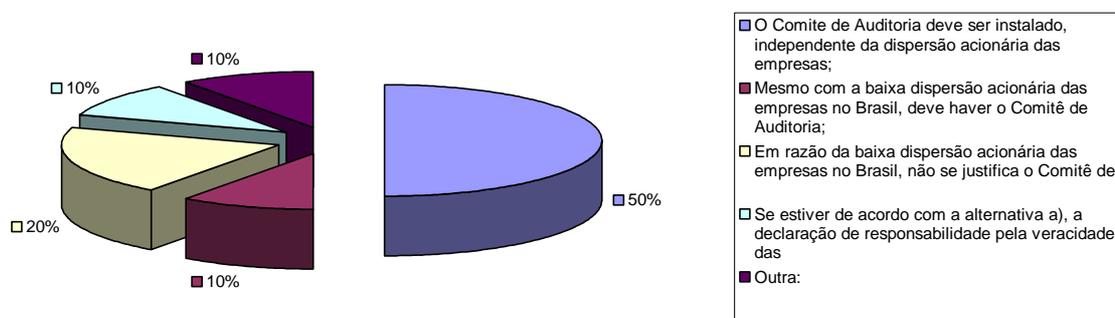


FIGURA 12 - Comitê de Auditoria (Lei Sarbanes-Oxley) – criação ou não?

Fonte: elaborada pelo autor

Na questão n° 9:

“Como está estruturado o sistema de informações (controladoria e contabilidade estratégica) para atender à demanda de informações da atividade de governança corporativa”?

A alternativa **a** obteve a adesão de 50% das empresas entrevistadas: **“As informações fornecidas pela Contabilidade são centralizadas pela Controladoria, e repassadas ao Conselho de Administração e Diretoria/Gerência de Relações com os Investidores”**. Cerca de 30% dos entrevistados escolheram a alternativa **b**: **“As informações fornecidas pela Contabilidade são centralizadas pela Controladoria, e repassadas diretamente ao Diretor de Relações com os Investidores”**. A alternativa **d**: **“As informações contábeis e societárias estão disponíveis em sistema de informações gerais (SAP), que podem ser acessadas pela diretoria/gerência de RI”**, foi escolhida por 10% dos entrevistados.

Como está estruturado o sistema de informações (controladoria e contabilidade estratégica) para atender a demanda de informações da atividade de Governança Corporativa?

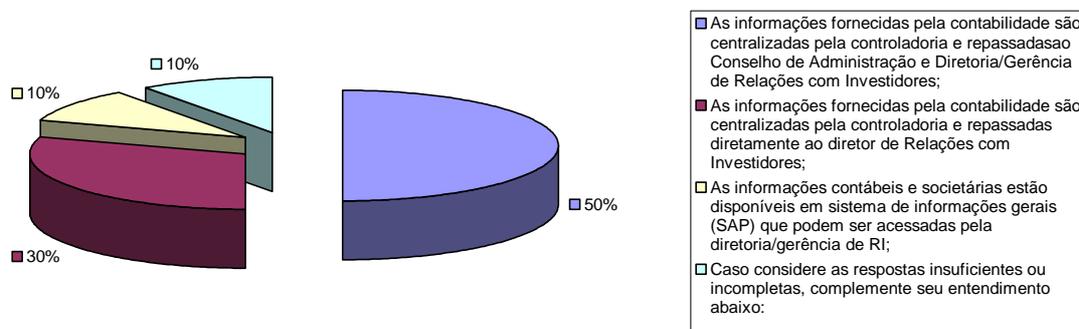


FIGURA 13 - Estrutura do sistema de informações da controladoria e contabilidade com relação à governança corporativa.

Fonte: elaborada pelo autor

Na questão de nº 10:

“Quais são os fatores que inibem a adesão de novas companhias ao Novo Mercado da BOVESPA”?

Nessa questão, houve uma forte convergência em eleger os fatores implícitos como os responsáveis por inibirem a adesão de novas companhias ao Novo Mercado da BOVESPA. As alternativas **c “Fatores implícitos tais como: cultura familiar. Problemas de sucessão; profissionalização da gestão; compartilhamento de poder; conselhos de administração e fiscais profissionais”** e **d “Adicionalmente fatores como: exigências de “tag along” de 100% para as ações ordinárias e 70% para as preferenciais; “free float” de 25% para todas as ações; conflitos de interesses; e Câmara de Arbitragem”** foram apontadas por 80% dos entrevistados, enquanto que 20% consideraram os fatores explícitos (principalmente a alternativa b), maior transparência e custos de divulgação de informações, como os que inibem a adesão das empresas ao Novo Mercado da BOVESPA. Dessa forma, na figura abaixo:

10- Quais são os fatores que inibem a adesão de novas companhias ao Novo Mercado da Bovespa?

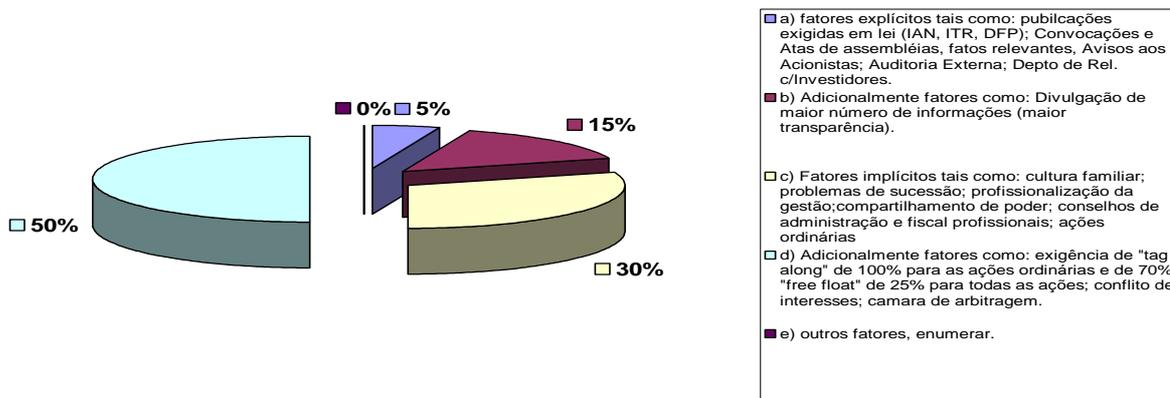


FIGURA 14 - Fatores que inibem a adesão de novas empresas ao Novo Mercado da BOVESPA.

Fonte: Autor

Nas questões 11 e 12, procurou-se quantificar o peso que as empresas entrevistadas atribuem aos fatores explícitos ou implícitos em relação à questão de nº 10. Assim, para as empresas que na questão nº 10 responderam que **“os fatores mais importantes eram os explícitos”**, na questão nº 11 deveriam apontar **“que peso atribuiriam a esses fatores”**, sendo acolhida por unanimidade a alternativa **c “grande” (entre 60% e 80%)**. Já para as empresas que responderam na alternativa nº 10 que **“os fatores mais importantes eram os implícitos”**, na questão de nº 12 deveriam apontar **“que peso atribuiriam a esses fatores”**, sendo obtidos os seguintes resultados:

Alternativas:

b) “médio”: (entre 40% a 60%), foi escolhida por 40% dos entrevistados.

c) “grande”: (entre 60% e 80%), foi eleita por 20% dos entrevistados.

d) “muito grande”: (entre 80% e 100%), foi à opção de 40% dos entrevistados.

Corroborando as respostas obtidas na questão nº 10, verificou-se que os entrevistados atribuem um peso relativamente alto (alternativas **c** e **d** perfazendo 60% do total, apontando como principais empecilhos os fatores implícitos).

Na questão de nº 13:

“Na sua opinião, qual é o nível de conhecimento que as empresas têm sobre os custos envolvidos na atividade de governança corporativa”?

A pesquisa identificou que “o conhecimento dos custos com a atividade de governança corporativa”, ainda é incipiente, pois 80% das empresas apontaram as alternativas **a** = insuficiente, **b** = pouco, **c** = razoável e **e** = não conseguem identificar, enquanto que somente 20% (alternativa **d**) responderam que têm bom conhecimento desses custos. Na figura abaixo:

2.4 - Na sua opinião, qual é o nível de conhecimento que as empresas tem sobre os custos envolvidos na atividade de governança corporativa?

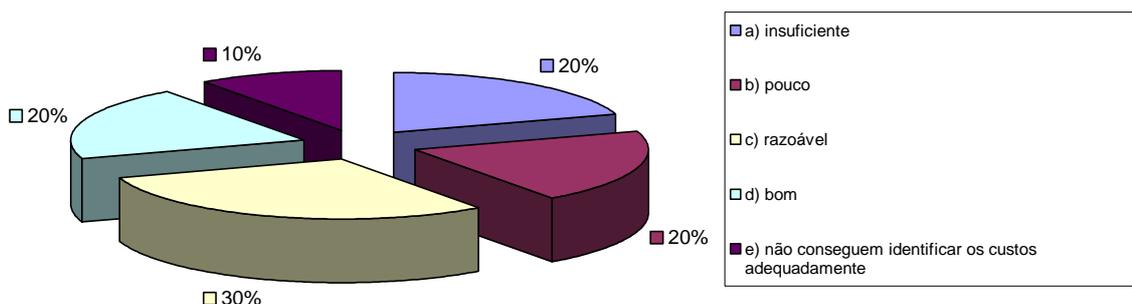


FIGURA 15 - Nível de conhecimento que as empresas têm sobre os custos envolvidos na atividade de governança corporativa

Fonte: elaborada pelo autor

Os dados da questão de nº 13 sugerem a necessidade de as empresas identificarem, de forma mais apropriada, os custos da atividade de governança corporativa.

Na resposta à questão de nº 14:

“Se as empresas tivessem pleno conhecimento dos custos de governança corporativa, poderia haver maior migração para o novo mercado da BOVESPA”?

A maioria dos entrevistados (70%), ao responderem a alternativa c “o conhecimento dos custos com a governança corporativa não é o fator principal para a decisão, que envolve questões culturais, de controle acionário, *“tag along”*, *“free-float”*, adesão a Câmara de Arbitragem, entre outros”, evidenciaram que os fatores implícitos são os mais importantes na decisão da adesão de maior número de empresas ao Novo Mercado da Bovespa.

Se as empresas tivessem pleno conhecimento dos custos de governança corporativa, poderia haver maior migração das empresas para o novo mercado da BOVESPA?

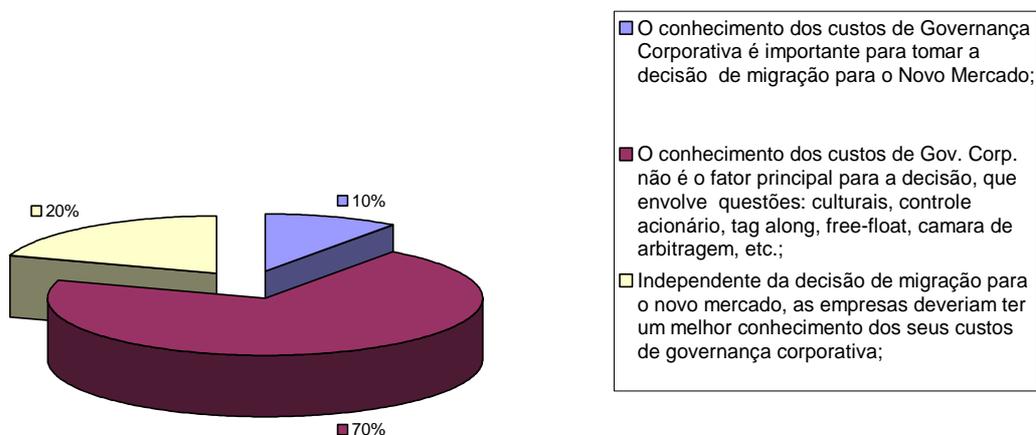


FIGURA 16 - Conhecimento dos custos com governança corporativa e adesão ao Novo Mercado da BOVESPA.

Fonte: elaborada pelo autor

Módulo II

Neste módulo, foi solicitado aos participantes da pesquisa que procurassem atribuir um peso, variando de 0% a 100%, para as respostas as questões, visando a identificar, como deveriam ser classificados por departamento os custos de algumas atividades específicas da governança corporativa, como:

- a) os relativos à abertura de capital de uma empresa;
- b) os decorrentes de futuros aumentos de capital em companhias abertas;
- c) a quais departamentos deveriam ser atribuídas as despesas de atividades específicas (Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Auditoria Independente, dentre outras).

Para a questão 2.1:

“Como uma S/A. (fechada) em fase de abertura de capital, deveria classificar os custos da operação de abertura de capital”?

Foi obtida a posição (média) apresentada na tabela a seguir:

TABELA 4 - Classificação dos custos da operação de abertura de capital.

Atividades ligadas à contratação e/ou prestação de serviços	Legal (%)	Financeiro (%)	Administrativo (%)	Governança Corporativa (%)	Total (%)
a) Advogado para adaptar os Estatutos e transformar Ltda. em S/A.	50,00	-	25,00	25,00	100,00
b) Adaptar a Contabilidade Societária.	0	43,75	37,50	18,75	100,00
c) Auditoria Externa (3 últimos balanços)	6,25	37,50	25,00	31,25	100,00
d) Serviços de Acionistas (Instit. Financeira)	12,50	43,75	12,50	31,25	100,00
e) Coordenação da Operação (Instituição Financeira)	12,50	68,75	12,50	6,25	100,00
f) Anuidade paga à BOVESPA	25,00	-	31,25	43,75	100,00
g) Taxas de registro CVM	50,00	-	6,25	43,75	100,00
h) Taxas de Garantia e Colocação de Ações	31,25	43,75	-	25,00	100,00
i) Despesas de publicações	22,88	-	29,13	47,88	100,00
j) Depto. de Relações com Investidores	-	18,75	18,75	62,50	100,00

Fonte: pesquisa elaborada pelo autor.

Pelo exposto acima, observa-se que alguns itens, normalmente classificados como custos administrativos e/ ou financeiros, passaram a ser considerados pelos gestores que responderam ao questionário como inerentes a atividade de

governança corporativa, com destaque para os itens: f) Anuidade paga à Bovespa (43,75%); g) taxas de registro na CVM (43,75%); i) Despesas com publicações de anúncios, aviso aos acionistas, convocações e atas de assembleias e balanços (47,88%) e j) Departamento de Relações com Investidores (62,50%). Merecem destaque ainda os itens c) Auditoria Externa (31,25%) e d) Departamento de Serviços aos Acionistas (31,25%).

Para a questão 2.2 :

“Na S/A (aberta) em futuros aumentos de capital, como deveriam ser classificadas as despesas abaixo”?

Obteve-se a seguinte posição das respostas dos gestores que participaram da pesquisa:

TABELA 5 - Classificação dos custos com futuros aumentos de capital.

Atividades ligadas à contratação e/ou prestação de serviços	Legal (%)	Financeiro (%)	Administrativo (%)	Governança Corporativa (%)	Total (%)
a) Assessoria Legal (atas e convocações de AGs.)	37,50	-	37,50	25,00	100,00
b) Coordenação da Operação (Instituição Financeira)	-	62,50	31,25	6,25	100,00
c) Anuidade paga à BOVESPA	25,00	-	31,25	43,75	100,00
d) Taxas de registro CVM	50,00	-	6,25	43,75	100,00
e) Taxas de Garantia e Colocação de Ações	25,00	43,75	12,50	18,75	100,00
f) Despesas de publicações	22,88	-	29,13	47,88	100,00
g) Depto. de Relações com Investidores	-	18,75	18,75	62,50	100,00

Fonte: pesquisa elaborada pelo autor.

Pelo quadro acima, verificou-se que os gestores praticamente corroboraram as respostas do quadro anterior, atribuindo os seguintes pesos médios aos itens: c) anuidade paga à BOVESPA (43,75%); d) taxas de registro CVM (43,75%); f) despesas com publicações de anúncios, avisos aos acionistas, e convocações e atas de assembleias (47,88%) e g) despesas com departamento de Relações com Investidores (62,50%).

Na questão 2.3, o objetivo principal foi detectar se, caso houvesse um centro de custos específicos para as atividades, como os gestores deveriam classificar uma série de despesas que atualmente encontram-se lançadas como despesas Administrativas, ou ainda se estariam sujeitas a alguma forma de apropriação entre

vários departamentos. No quadro, é apresentada a posição dos gestores com relação ao assunto.

“Das atividades abaixo listadas, quais as que você considera como inerentes à Governança Corporativa”?

TABELA 6: Atividades inerentes a Governança Corporativa

Atividades inerentes à Governança Corporativa	Específico (%)	Administrativo (%)	Governança Corporativa (%)	Sujeito à Rateio (%)	Total (%)
a) Conselho de Administração	-	-	27,78	72,22	100,00
b) Conselho Fiscal	-	11,11	88,09	-	100,00
c) Auditoria Independente	-	27,78	50,00	22,22	100,00
d) Comitê de Auditoria	-	5,56	94,44	-	100,00
e) Diretoria de Rel. com Investidores	22,22	5,56	61,11	11,11	100,00
f) Gerência de Rel. com Investidores	22,22	5,56	50,00	22,22	100,00
g) Depto. de Acionistas e/ou debenturistas	-	27,78	61,11	11,11	100,00
h) Controladoria	22,22	38,89	27,78	11,11	100,00
i) Contabilidade Societária	12,50	56,25	6,25	25,00	100,00
j) Jurídico Societária	25,00	41,25	33,75	-	100,00
K) Legal (publicações)	11,11	27,78	50,00	11,11	100,00
l) Marketing Institucional	37,50	22,22	11,11	11,11	100,00
m) Outras	-	-	-	-	-

Fonte: pesquisa elaborada pelo autor.

Da tabela acima, depreende-se que com a introdução do centro de custos de governança corporativa, vários gestores passariam a considerar algumas atividades hoje alocadas nos centros administrativos como específicas da governança corporativa, com destaque para: b) Conselho Fiscal (88,09%); d) Comitê de Auditoria (94,44%); e) Diretoria de Relações com Investidores (61,11%) e g) Departamento de Acionistas e/ou debenturistas (61,11%). Merecem ainda destaque, com 50% cada, os itens: c) Auditoria Independente, f) Gerência de Relações com Investidores e K) Legal. A resposta correspondente ao item a, Conselho de Administração, merece enfoque especial, pois, na opinião de 72,22% dos gestores, deve ser submetida à apropriação por diversos departamentos.

Módulo III

Algumas das despesas de governança corporativa são de difícil mensuração. Portanto, procurou-se identificar junto aos gestores que participaram

da pesquisa possíveis níveis de apropriação dessas despesas, obtendo a posição demonstrada a seguir:

“Na sua opinião, poderia ser instituído algum critério de apropriação das despesas com as atividades de Governança Corporativa, tendo em vista o envolvimento dos diversos setores da empresa? Qual peso você atribuiria”:

TABELA 7 - Sugestão de apropriação das despesas com a Governança Corporativa (média %).

3.1.	Atividades do Conselho de Administração:	%
a)	Reuniões ordinárias com a diretoria;	20,00
b)	Atividades de planejamento estratégico;	25,71
c)	Reuniões para definições de investimentos;	25,71
d)	Remuneração dos Conselheiros;	47,50
e)	Despesas c/viagens e hospedagem;	28,33
f)	Alocação Desp. Administrat. (secret. Etc);	18,57
g)	Outras:	0
3.2.	Atividades do Conselho Fiscal:	
a)	Acompanhamento do "enforcement";	30,00
b)	Reuniões de verif. dados c/controladoria;	27,14
c)	Reuniões ordinárias do Conselho;	25,71
d)	Remuneração dos Conselheiros;	46,25
e)	Despesas c/viagens e hospedagem;	30,00
f)	Alocação Desp. Administrat. (secret. Etc);	21,43
g)	Outras:	0
3.3.	Atividades de Auditoria Independente:	
a)	Atividades de planejamento/controladoria ;	32,86
b)	Reuniões para definições pendências;	30,00
c)	Consultorias Diversas(tributária. Etc.);	36,00
d)	Remuneração dos Auditores;	55,71
e)	Despesas c/viagens e hospedagem;	20,00
f)	Alocação Desp. Administrat. (secret. Etc);	20,00
g)	Outras:	0
3.4.	Atividades do Comitê de Auditoria:	
a)	Atividades de planejamento/controladoria ;	31,43
b)	Reuniões com Conselho de Administração;	33,33
c)	Contratação de Consultorias;	30,00
d)	Remuneração dos Membros do Comite;	51,43
e)	Despesas c/viagens e hospedagem;	28,33
f)	Alocação Desp. Administrat. (secret. Etc);	20,00
g)	Outras:	0

3.5.	Atividades da Diretoria/Gerência de RI	
a)	Atendimento a Analistas/Investidores;	51,25
b)	Construção de Site/RI;	46,25
c)	Consultorias de RI/Comunic/Divulgação;	48,75
d)	Reuniões APIMEC/ANIMEC, visitas;	50,00
e)	Despesas c/viagens e hospedagem;	40,00
f)	Alocação Desp. Administrat.;	51,43
g)	Outras:	0
3.6.	Atividades do Depto Acionistas/Debent.:	
a)	Despesas de transf. ações/debentures;	41,67
b)	Despesas de manutenção sistema;	40,00
c)	Taxa anual manutenção registro BOVESPA	41,33
d)	Taxa manutenção registro CVM;	41,33
e)	Alocação Desp. Administrat.;	58,00
f)	Outras;	0
3.7.	Atividades do Depto Controladoria:	
a)	Atividades de planejamento/controladoria ;	25,00
b)	Reuniões para definições pendências;	18,75
c)	Consultorias Diversas;	25,00
d)	Despesas c/viagens e hospedagem;	21,67
e)	Alocação Desp. Administrat.;	40,00
f)	Outras;(Sistemas de Informação)	0
3.8.	Atividades do Depto Contabilidade:	
a)	Sistema de Informações p/Governança	31,25
b)	Despesas manut. Sistema Informações;	41,25
c)	Consultorias Diversas;	21,25
d)	Despesas c/viagens e hospedagem;	26,67
e)	Alocação Desp. Administrat.;	25,71
f)	Outras;	0
3.9.	Atividades do Depto Jurídico:	
a)	Controle de Atos Societários;	36,25
b)	Preparação de Atas/Estatutos/outros;	28,75
c)	Controle de Enforcement (Jurídico);	37,14
d)	Contratação de Consultorias;	23,75
e)	Alocação Desp. Administrat.;	23,33
f)	Outras;	0
3.10.	Atividades de Marketing Institucional:	
a)	Publicações de Balanços/Atas/Avisos;	47,14
b)	Preparação de Relatórios Administração;	38,75
c)	Relatórios Social/Ambiental/Intelectual;	41,25
d)	Divulgação Institucional (Road-Show);	52,86
e)	Alocação Desp. Administrat.;	38,33
f)	Outras;	0

Fonte: pesquisa elaborada pelo autor.

O percentual obtido corresponde à média das repostas dos entrevistados, que inclusive serviu de forma indicativa de quais das atividades elencadas poderiam vir a serem consideradas futuramente na composição de um futuro centro de custos.

4.6 Contribuição sobre a segregação dos custos das atividades de governança corporativa dos custos administrativos

Sob o enfoque da contabilidade de custos, a pesquisa realizada constatou que as empresas não segregam, dos custos administrativos, os correspondentes às atividades de governança corporativa. Essa situação deriva das dificuldades em identificar, nas atividades corporativas, quais as que corresponderiam àquela atividade e de que forma elas deveriam ser apropriadas.

Nesse sentido, procurou-se identificar junto aos entrevistados como são considerados os custos com a atividade de governança corporativa, e se haveria a necessidade de ser estabelecido um centro de custos específico para aglutinar todos aqueles envolvidos com a atividade.

No questionário submetido aos entrevistados, questão 13: **“Em sua opinião qual é o nível de conhecimento que as empresas têm sobre os custos envolvidos na atividade de governança corporativa?”**, obteve-se como resultado que apenas 20% delas têm um bom conhecimento dos custos envolvidos com a atividade. Tendo em vista o porte das empresas entrevistadas, pode-se concluir que o nível de conhecimento dos custos com a atividade de governança corporativa ainda é baixo (com 80% oscilando entre insuficiente, pouco, não conseguem identificar e razoável).

Considerando que, de um lado, existe uma pressão de custos ocasionada pela maior exigência por parte dos investidores para que as companhias abertas adotem boas práticas de governança corporativa, e de outro, eles ainda não são devidamente conhecidos pelas empresas, concluiu-se que é necessária a criação de controles internos para identificar e segregar, dos custos administrativos, os relativos à atividade de governança corporativa.

4.6.1 Centro de custos das atividades ligadas à governança corporativa

Inicialmente, antes de ser abordado o tema específico sobre Centro de Custos, faz-se necessário rever alguns conceitos básicos: “Conta” é um instrumento que se adota para guardar memória, reunindo acontecimentos patrimoniais, de natureza idêntica e, possuindo, por esta razão, um objeto certo. Uma conta sempre possui um objeto distinto de outras contas, visto que reúne fatos de características próprias, iguais por sua natureza e que sucedem no patrimônio. Nesse contexto, Lamouroux (1989, p. 141) explica que “conta é um meio de representação e coordenação dos elementos patrimoniais e instrumento de medida dos equilíbrios patrimoniais”

A fim de exprimir de forma clara e sintética o objeto de uma Conta, ou seja, a natureza dos fenômenos que ela reúne, adota-se uma expressão tecnicamente denominada “Título”. O “Título” é, portanto, a palavra ou designação que dá nome a uma Conta, evidenciando seu objeto, ou seja, a razão para a qual foi aberta e a classe de valores que registra; é uma identificação imprescindível na técnica dos registros.

Já o “Plano de Contas” é uma peça na técnica contábil que estabelece previamente a conduta a ser adotada na escrituração, por meio da exposição das contas em seus títulos, funções, funcionamento, grupamentos, análises, derivações, dilatações e reduções. Deve abranger, portanto, toda a extensão do conceito, função, funcionamento e relações das contas, para que se possa realmente ter uma peça que preencha suas finalidades. Um “Plano de Contas” completo precisa apresentar muitos elementos, dentre os quais, como básicos:

- a) Títulos das Contas;
- b) Funções das Contas;
- c) Funcionamento das Contas;
- d) Princípios que norteiam o Plano.

Dessa forma, o Plano de Contas deve:

- a) oferecer princípios contábeis gerais para registros e demonstrações;
- b) apresentar o título das contas;
- c) apresentar a classificação das contas;

- d) apresentar a função das contas;
- e) explicar o funcionamento das contas;
- f) apontar a relação entre os grupos ou mesmo entre as contas;
- g) regular o registro das contas;
- h) estabelecer a análise e os códigos das contas;
- i) prever as derivações das contas;
- j) indicar critérios de avaliação;
- k) oferecer modelos de demonstração.

O Plano de Contas deve ser uma bússola, um roteiro completo, um guia para as tarefas da escrituração contábil. Para referir-se a sistemas distintos de fenômenos isoladamente, na prática tem-se, habitualmente o Plano da Escrituração Contábil **Geral e Financeira** e o Plano da Escrituração Contábil de **Custos**.

Assim, nas palavras de Martins (2003, p.21):

A Contabilidade de Custos tem duas funções relevantes: o auxílio ao Controle e a ajuda às tomadas de decisões. No que diz respeito ao Controle, sua mais importante missão é fornecer dados para o estabelecimento de padrões, orçamentos e outras formas de previsão, e num estágio imediatamente seguinte, acompanhar o efetivamente acontecido para comparação com os valores anteriormente definidos. No que tange a Decisão, seu papel reveste-se de suma importância, pois consiste na alimentação de informações sobre valores relevantes que dizem respeito às conseqüências de curto e longo prazo sobre medidas de introdução ou corte de produtos, administração de preços de venda, opções de compra ou produção, etc..

Uma das principais questões da contabilidade é a difícil separação, na prática, entre custos e despesas. Teoricamente, pode-se dizer que os custos são os gastos relativos ao processo de produção, enquanto que as despesas são os gastos relativos à administração, às vendas e aos financiamentos.

Principalmente no que tange às Despesas Administrativas, nem sempre é possível separar de forma clara e objetiva os custos das despesas (empresas que não separam a administração da fábrica da que pertence ao escritório), de onde surgiu a prática de ser efetuado o rateio do gasto geral da administração (arbitrariamente), parte para despesa parte para custo.

Para a Contabilidade de Custos, um Departamento é a unidade mínima administrativa composta por pessoas e máquinas, no qual se desenvolvem atividades homogêneas, sempre havendo a figura de um responsável pelas atividades do Departamento. Na maioria das vezes, um Departamento é um Centro

de Custos, isso é, nele são acumulados os Custos Indiretos para posterior alocação aos produtos/serviços.

A Controladoria, por meio das ferramentas disponíveis, efetua o controle das despesas/ custos e fornece as informações que possibilitam aos administradores a tomada de decisões. Nesse contexto, Martins (2003, p.305) afirma que “controlar significa conhecer a realidade, compará-la com o que deveria ser, tomar conhecimento rápido das divergências e suas origens e tomar atitudes para a sua correção”

Dessa forma, o conceito acima é aplicável a qualquer setor ou atividade de uma empresa. Tendo em vista as peculiaridades do tema “Governança Corporativa” e do envolvimento de vários departamentos afetos à atividade, considera-se oportuno que o “**Plano de Contas das Companhias Abertas**” incorpore um novo “Centro de Custos”, para que as despesas com a atividade de governança corporativa possam ser plenamente identificáveis e possam sofrer rateio pelos departamentos envolvidos.

No módulo III da pesquisa, foi solicitado aos entrevistados que indicassem qual o percentual das despesas/ custos sujeito à apropriação entre algumas atividades desenvolvidas pelos órgãos ligados à governança corporativa. Houve certa dispersão para alguns dos itens apresentados, merecendo destaque, porém, aqueles que embrionariamente poderiam vir a compor um centro de custos de atividades ligadas à governança corporativa.

Como contribuição da pesquisa para a área de contabilidade de custos, procurou-se apresentar uma proposta de “**Centro de Custos para as Atividades de Governança Corporativa**”, utilizando como parâmetro básico as sugestões apresentadas no módulo III da pesquisa. Foram consideradas apenas as contas que receberam uma indicação de apropriação superior a 25%, conforme apresentado no quadro a seguir:

<p>a) Atividades do Conselho de Administração (3.1):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Atividades de planejamento estratégico; - Reuniões para definições de investimentos; - Remuneração dos Conselheiros; - Despesas com viagem e hospedagem.
<p>b) Atividades do Conselho Fiscal (3.2):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Acompanhamento do “<i>Enforcement</i>”; - Reunião de verificação de dados com a Controladoria; - Reuniões Ordinárias do Conselho; - Remuneração dos Conselheiros; - Despesas com viagem e hospedagem.
<p>c) Atividades de Auditoria Independente (3.3):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Atividades de planejamento/controladoria; - Reuniões para definição de pendências; - Consultorias diversas (tributária, etc.); - Alocação de despesas administrativas específicas (pessoal, material, etc).
<p>d) Atividades do Comitê de Auditoria (3.4):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Atividades de planejamento/controladoria; - Reuniões com o Conselho de Administração; - Contratação de consultorias diversas (Tributária, etc.); - Remuneração dos membros do Comitê; - Despesas com viagem e hospedagem; - Alocação de despesas administrativas específicas (pessoal, material, etc).
<p>e) Atividades da Diretoria e Gerencia de RI (3.5):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Atendimento a analistas e investidores; - Construção de site/RI; - Consultorias de RI/comunicação/divulgação; - Reuniões ANIMEC/APIMEC e visitas; - Despesas com viagem e hospedagem; - Alocação de despesas administrativas.
<p>f) Atividades do Departamento de Atendimento aos Acionistas/Debenturistas (3.6):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Despesas de transferência de ações/debêntures; - Despesas de manutenção do sistema de transferência de títulos; - Taxa anual de manutenção de registro na BOVESPA/ANDIMA; - Taxa anual de manutenção de registro na CVM; - Alocação de despesas administrativas específicas (pessoal, material, etc)
<p>g) Atividades do Departamento de Controladoria (3.7):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Atividades de planejamento/controladoria; - Consultorias diversas; - Alocação de despesas administrativas específicas (pessoal, material, etc).
<p>h) Atividades do Departamento de Contabilidade (3.8):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sistema de informações para governança corporativa; - Despesas com manutenção os sistemas de informações GC; - Despesas c/viagens e hospedagem; - Alocação de despesas administrativas específicas (pessoal, material, etc).
<p>i) Atividades do Departamento Jurídico (3.9):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Controle de atos societários; - Preparação de Atas/Estatutos e outros; - Controle de “<i>Enforcement</i>” (Jurídico).
<p>j) Atividades de Marketing Institucional:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Publicação de Balanços/Atas/Avisos aos Acionistas/Debenturistas; - Preparação de Relatórios de Administração; - Relatórios Social/ Ambiental/ Sustentabilidade; - Divulgação Institucional (<i>Road-show</i>); - Alocação de despesas administrativas específicas (pessoal, material, etc).

QUADRO 12 - Contas de custos de atividades ligadas à governança corporativa

Fonte: elaborado pelo autor

4.6.2 Estudo de caso: Estimativas de custos com a governança corporativa em uma companhia aberta de grande porte.

Mesmo com algumas controvérsias, Cooper & Schindler (2003, p.130-131) defendem a utilização do método do estudo de caso na pesquisa científica:

Embora os estudos de caso tenham sido taxados de 'cientificamente sem valor' porque não atendem às exigências mínimas do planejamento para comparação, eles têm um papel científico importante. Sabe-se que 'proposições científicas importantes têm a forma de proposição universal e uma proposição universal pode ser falsificada por um único contra-argumento'. Assim, um único estudo de caso bem planejado pode representar um desafio importante para uma teoria e simultaneamente ser a fonte de novas hipóteses e constructos.

Yin (2005, p.32-33) apresenta em duas partes a definição técnica de um estudo de caso:

1. Um estudo de caso é uma investigação empírica que
 - investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando
 - os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos.
2. A investigação de estudo de caso
 - enfrenta uma situação tecnicamente única em que haverá muito mais variáveis de interesse do que pontos de dados e, como resultado,
 - baseia-se em várias fontes de evidências, com os dados precisando convergir em um formato de triângulo, e, como outro resultado,
 - beneficia-se do desenvolvimento prévio de proposições teóricas para conduzir a coleta e a análise de dados.

Tendo em vista o relativamente pouco conhecimento dos custos com a atividade de governança corporativa, procurou-se identificar junto a uma companhia aberta de grande porte quais custos com a atividade de governança corporativa poderiam ser diretamente identificados e alguns que poderiam estar sujeitos a rateio.

Algumas limitações foram observadas durante a elaboração do quadro abaixo, em virtude de não existir um Centro específico de Custos da Atividade de Governança Corporativa que, na maioria das empresas, estivesse econtram alocados no Grupo de Despesas Administrativas e distribuídos em diversos centros de custos. A seguir, é apresentada uma tabela com as principais contas de custos (despesas) de uma grande companhia aberta, referentes ao exercício de 2004:

TABELA 8 - Despesas incorridas com a atividade de governança corporativa (estimativa)

DEPARTAMENTOS	VALOR MENSAL (R\$)	VALOR ANUAL(R\$)
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO (14 membros)		
Remuneração dos Conselheiros (fixa+variável)	700.000,00	8.400.000,00
Despesas de Viagem, Traslados: inclusos	0,00	0,00
Despesas de Secretária	1.000,00	12.000,00
CONSELHO FISCAL (3 Membros)		
Remuneração dos Conselheiros (fixa)	75.000,00	900.000,00
Despesas de Viagem, Traslados: inclusos	0,00	0,00
Despesas de Secretária	2.500,00	30.000,00
Estrutura de Apoio: Contabilidade/Controladoria	5.000,00	60.000,00
Relatórios – Sistema Informações	5.000,00	60.000,00
COMITÊ DE AUDITORIA (3 Membros)		
Remuneração dos Participantes (Obs.1)	0,00	0,00
SBOX – Controles Internos (Res.404).	350.000,00	4.200.000,00
Estrutura de Apoio: Contabilidade	10.000,00	120.000,00
AUDITORIA EXTERNA		
Serviços de Auditoria	350.000,00	4.200.000,00
Alocação de espaço (1/2 andar)	20.000,00	240.000,00
Estrutura de Apoio: Contabilidade/Controladoria	20.000,00	240.000,00
Consultorias Específicas – Tributária, outras.	65.000,00	780.000,00
DIRETORIA DE RELAÇÕES C/ INVESTIDORES		
Despesas Administrativas: Salários e Encargos	80.000,00	960.000,00
Reuniões/Viagens/Site de RI/Alocação Espaço	80.000,00	960.000,00
Preparação Relatório Anual/Sistemas de Inform.	90.000,00	1.080.000,00
ASSUNTOS CORPORATIVOS		
Publicações: Balanços Trimestr./Atas/Avisos.(*)	650.000,00	2.600.000,00
Publicação: Balanço Anual	0,00	650.000,00
DEPARTAMENTO DE ACIONISTAS		
DSA:- Despesas de Transferência de Ações.	20.000,00	240.000,00
Taxa Anual: CVM e BOVESPA	0,00	130.000,00
Estrutura de Apoio	10.000,00	120.000,00
CONTROLADORIA		
Despesas Administrativas: Salários e Encargos	35.000,00	420.000,00
CONTABILIDADE		
Despesas Administrativas: Salários e Encargos	30.000,00	360.000,00
JURÍDICO		
Alocação de Despesas: Elab. de Documentos.	5.000,00	60.000,00
TOTAL		26.822.000,00

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os dados apresentados acima são aproximados, visando a resguardar a identidade da fonte, porém, esclarecem em parte a magnitude dessas despesas nas empresas realmente envolvidas com a governança corporativa.

O gestor, em conjunto com este pesquisador e com o apoio da controladoria procuraram identificar entre as despesas administrativas relativas ao exercício encerrado em 31.12.2004, aquelas que poderiam vir a ser consideradas especificamente como atinentes à atividade de governança corporativa, sendo separadas por departamentos. As despesas anuais com a atividade de governança corporativa foram estimadas em R\$ 26.822.000,00. Por se tratar de uma empresa grande porte, os custos com a atividade de governança corporativa não são tão significativos, representando em torno de 1% do total das Despesas Administrativas,

porém, para empresas de médio e pequeno porte, esses custos têm apresentado participação crescente.

5 CONCLUSÃO

5.1 Considerações Preliminares

O crescimento da economia em 2004 e o aumento significativo das exportações brasileiras têm levado as empresas a planejar novos investimentos no aumento da capacidade de produção para fazer frente à demanda. No entanto, um dos principais problemas com que os gestores deparam-se é a insuficiência de linhas de financiamento de longo prazo a custos compatíveis com a atividade produtiva.

No Brasil, praticamente apenas o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES dispõe de linhas de longo prazo mais acessíveis para as empresas. O sistema financeiro nacional concentra suas atividades no financiamento de curto prazo, ou repasses de linhas internacionais, com taxas de juros excessivamente altas.

Dessa forma, as empresas têm voltado suas atenções para o mercado de capitais, como forma de captar recursos de longo prazo mediante a abertura de capital, seja pelo lançamento de debêntures e *commercial papers*, títulos de crédito emitidos pelas empresas para negociação no mercado de balcão ou ações a serem negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA. Para obter melhores preços na colocação das ações, cada vez mais os investidores têm passado a exigir das empresas a utilização de boas práticas de governança corporativa.

O tema governança nas empresas não é recente, porém, foi a partir dos escândalos verificados na Inglaterra e Estados Unidos que a governança corporativa, como é conhecida atualmente, passou a ser exigência crescente do mercado em relação à transparência e equidade no tratamento dos acionistas.

A maioria dos lançamentos de ações ocorridos em 2004, na BOVESPA, foi direcionada aos segmentos do Novo Mercado e de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa - Níveis I e II, tendo em vista alcançar melhor precificação em seus valores mobiliários. Contudo, o número de empresas negociadas nesses segmentos especiais ainda é relativamente baixo, em relação ao total de companhias abertas registradas na BOVESPA. Das cerca de 400 companhias registradas, apenas 47 faziam parte do Novo Mercado em dezembro de 2004.

Procurou-se identificar quais os principais fatores e custos inibidores da maior adesão das empresas ao Novo Mercado da BOVESPA. A pesquisa, realizada junto a 30 companhias abertas, das quais 26 já aderiram aos segmentos do Novo Mercado e de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa I e II e 4 ainda não haviam feito sua adesão, identificou como principais fatores implícitos:

- a) aspectos culturais e de apego à propriedade;
- b) controle da gestão da companhia, sem interferências externas (não abrir mão da concentração do poder);
- c) necessidade de estender aos acionistas minoritários o mesmo preço alcançado pelos majoritários na venda do controle acionário (direito ao “*tag-along*” de 100% para as ações ordinárias e 70% para as preferenciais), o que dificultaria possível venda do controle acionário para terceiros;
- d) necessidade de aderir à Câmara de Arbitragem da BOVESPA para resolver pendências entre os acionistas, abrindo mão de recorrer à Justiça (“ganhar tempo”);
- e) maior interferência dos conselheiros indicados pelos minoritários (conselheiros profissionais independentes);
- f) concentração de ações preferenciais na mão dos controladores e, portanto, baixa disponibilidade de ações para negociação (“*free-float*”);
- g) falta de conhecimento dos custos com a atividade de governança corporativa.

5.2 Conclusão

Considerando-se que existiam registradas para negociação de ações na BOVESPA cerca de 400 companhias abertas, e que destas, até dezembro de 2004, apenas um contingente de 47 empresas haviam feito sua adesão aos segmentos de listagem do Novo Mercado e de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, o problema da pesquisa foi identificar se, entre fatores inibidores para um maior número de adesões de companhias abertas ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA, estariam os custos da atividade de governança corporativa.

Assim, o objetivo principal deste trabalho foi **identificar e analisar quais**

são os tipos de custos (explícitos ou implícitos) que podem ser atribuídos aos fatores inibidores da atividade de governança corporativa tendo em vista a maior adesão das companhias abertas ao Novo Mercado da BOVESPA.

Levando-se em conta o problema e o objetivo, verificou-se que os “**custos implícitos**” são os principais fatores inibidores da atividade de governança corporativa e, desse modo, interferem na adesão de maior número de companhias abertas ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA.

Ao atribuir-se o enfoque de custos aos fatores inibidores na adesão de maior número de companhias abertas ao Novo Mercado, constatou-se que somente 20% das empresas pesquisadas consideram a falta de conhecimento dos custos da atividade de governança corporativa como um fator determinante para a adesão. Portanto, torna-se enfraquecida a alegação de algumas companhias abertas de que os custos seriam elevados. Deve-se salientar, conforme apurado na pesquisa (questão 1.14), que cerca de 80% das empresas possuem baixo conhecimento dos seus custos com a atividade de governança corporativa.

Da pesquisa realizada, é possível extrair como aspectos que merecem maiores reflexões:

- a) a governança corporativa no Brasil, como em outros países latino-americanos, é fortemente influenciada pela concentração do controle acionário das empresas nas mãos de famílias ou grupos de investidores, o que, por sua vez, acaba também reforçando a concentração de poder junto a esses mesmos investidores;
- b) o acúmulo do controle e da gestão, verificado em grande número das companhias brasileiras, tem ocasionado algumas situações de conflitos de interesses e abuso de poder dos majoritários, ao mesmo tempo em que tem retardado o processo de profissionalização das estruturas dessas empresas;
- c) a participação de profissionais independentes nos Conselhos de Administração e Fiscal poderia trazer grande contribuição para diminuir conflitos entre acionistas controladores e investidores minoritários, bem como aumentar a transparência de informações das companhias;

- d) a necessidade de captar recursos a custos mais atraentes para investimentos em projetos de longo prazo de maturação tem impellido as empresas a se voltarem ao mercado de capitais, visto que as linhas de longo prazo existentes no mercado financeiro são escassas e os custos, por sua vez, proibitivos;
- e) para captar os recursos no mercado de capitais, as empresas devem realizar a abertura de capital e assumir uma série de compromissos previstos em lei e, com o desenvolvimento do Novo Mercado da BOVESPA nos últimos anos, passou a ser exigido das empresas também maior compromisso com as boas práticas de governança corporativa;
- f) para atender aos novos requisitos exigidos pelo mercado de capitais, as empresas devem estruturar-se adequadamente com a implantação de um moderno sistema de informações contábeis e gerenciais para dar o apoio necessário ao Departamento de Relações com Investidores, ao qual compete divulgar as informações da empresa que atendam a todos os *stakeholders*.
- g) as decisões acima envolvem uma série de custos explícitos e implícitos, sobre os quais as empresas não têm o devido conhecimento, pois são lançados no grupo de despesas administrativas.

Tendo em vista os aspectos levantados, pode-se concluir que a maior parte das empresas brasileiras ainda tem um longo percurso pela frente, no que tange ao atendimento das boas práticas de governança corporativa. No entanto, os principais *players* do mercado de capitais, como CVM, BOVESPA, *underwriters*, *assets* e investidores em geral, têm também um papel importante no processo, pois o amadurecimento do mercado brasileiro de capitais e a necessidade de captação de recursos pelas empresas, tanto no mercado interno quanto no externo, necessariamente passam pela adoção de boas práticas de governança corporativa.

A legislação brasileira deve ser alterada para dar maior respaldo aos direitos dos investidores minoritários e acabar com distorções existentes na Lei de S.As., como a proporcionalidade entre ações ordinárias e preferenciais; *tag along* somente para as ações ordinárias, dentre outras.

À CVM, cabe melhor regulamentar as situações de Ofertas Públicas de Compra de Ações, por ocasião do fechamento de capital das companhias abertas e aspectos relativos a conflitos de interesse e abuso de poder dos majoritários.

A BOVESPA, por meio da auto-regulação do mercado e da flexibilização das práticas de governança corporativa nos segmentos especiais de listagem do Novo Mercado, pode contribuir para que novas empresas façam sua adesão a esse importante segmento da Bolsa.

Os *underwriters* (instituições financeiras líderes das operações de abertura de capital e lançamento de ações na bolsa) devem incentivar as empresas a cada vez mais procurarem os segmentos especiais de listagem do Novo Mercado da BOVESPA.

Os *assets allocations* (instituições financeiras administradoras de recursos) podem direcionar seus investimentos para as empresas que apresentem as melhores práticas de governança corporativa.

Da mesma forma, os investidores em geral, ao direcionarem seus recursos para as empresas que apresentem as melhores práticas de governança corporativa, estarão forçando para que mais empresas adaptem-se às exigências e façam sua adesão ao Novo Mercado da BOVESPA.

5.3 Contribuições para o estudo dos custos com a atividade de governança corporativa

O presente trabalho evidenciou que as companhias abertas, de uma maneira geral, mesmo aquelas que possuem ADR's negociados no exterior, ainda desconhecem efetivamente os custos com a atividade de governança corporativa, alocando-os como despesas administrativas.

Foi sugerido que as empresas deveriam constituir um centro de custos específico para concentrar as despesas com as atividades de governança corporativa e a segregação de algumas despesas. Uma das principais dificuldades levantadas seria quanto ao critério de rateio a ser utilizado, visto que várias atividades poderiam ser classificadas como custos corporativos.

Procurou-se, junto a uma companhia aberta de grande porte, levantar, a título de exemplo, com base nos dados de 2004, quais seriam os custos com a

atividade de governança corporativa e qual a sua representatividade em termos de custos totais. Concluiu-se que, quanto menor o porte da companhia, maiores os seus custos com a atividade de governança corporativa (custos implícitos).

Este autor considera que o assunto, pela sua relevância, poderá ser desenvolvido por outros pesquisadores, o que traria grande contribuição para a contabilidade de custos e, principalmente, para a controladoria moderna, tendo em vista a necessidade de fornecer informações para os gestores responsáveis pela tomada de decisão e divulgação de informações que atendam a todas as partes relacionadas da empresa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ÁLVARES, Elismar. **Diferenciação família/propriedade/empresa – base de sustentação da empresa familiar**. Coletânea Governando a Empresa Familiar, organizada por Elismar Álvares. Rio de Janeiro - Qualitymark Editora Ltda., 2003.

ALMEIDA, Lauro Brito de; PARISI, Cláudio; PEREIRA, Carlos Alberto. Controladoria in: CATELLI, Armando (coord). **Controladoria: uma abordagem da gestão econômica – GECON**. São Paulo: Atlas, 1999.

ALVES-MAZZOTTI, Alda Judith. A "revisão da bibliografia" em teses e dissertações: meus tipos inesquecíveis - o retorno. In BIANCHETTI, Lucídio; MACHADO, Ana Maria Netto (organizadores). **A bússola do escrever: desafios e estratégias na orientação de teses e dissertações**. Florianópolis: Ed. da UFSC; São Paulo: Cortez, 2002.

ANDER-EGG, Ezequiel. **Introducción a las técnicas de investigaciones social: para tabajadores sociais**, 7. ed. Buenos Aires: Humanitas, 1978.

ANDRADE, Adriana e ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ANIMEC – Associação Nacional de Investidores de Mercado de Capitais. **Como os acionistas não controladores (minoritários) olham as empresas que agregam valor ao ativo ação**. Lista de sugestões direcionada às companhias abertas visando a melhor precificação das suas ações. Disponível em: www.animec.com.br, – Acesso em 25/02/05.

BABBIE, Earl. **Métodos de pesquisas de survey**. Tradução de Guilherme Cezarino. Belo Horizonte: Ed. UFMG, 1999.

BABIC, V. – **Corporate governance in transaction economies** – Wiston – Salem.

BERLE, Adolf Jr; MEANS, Gardiner – **The Modern Corporation and Private Property**. New York - MacMillan publishing company, 1932.

BERNHOFER, R. e GALLO, M – **Governança na empresa familiar** – Ed. Campus – 2ª ed. – 2003.

BLUME, Daniel – **5º Encontro de Governança Corporativa na América Latina** – Revista Razão Contábil – nov. 2004.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. **Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa**. Disciplina o acesso das companhias abertas ao Novo Mercado da BOVESPA. Disponível em: www.bovespa.com.br – Acesso em 25/02/05.

BRANDÃO, Mônica Mansur – **Governança Corporativa e a Influência dos Acionistas Minoritários no Sistema de Decisões Estratégicas** – dissertação de mestrado em Administração – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais - PUC/MG – maio 2004.

BRASIL, **Lei 6.404, 15/12/76** – Disciplina e regulamenta a constituição e funcionamento das sociedades por ações (anônimas). Disponível em www.cvm.gov.br – Acesso em 25/02/05.

BRASIL, **Lei 10.303, 31/10/01** – Altera dispositivos da Lei 6.404/76 de 15/12/76, que regulamenta a constituição e funcionamento das sociedades por ações (anônimas). Disponível em www.cvm.gov.br – Acesso em 25/02/05.

CARLSSON, Rolf H. – **Ownership and Value Creation ; strategic corporate governance in the new economy** . New York: John Wiley and Sons, Ltd., - 2001

CARVALHO, Antônio Gledson – **Efeitos da Migração para os níveis de Governança da BOVESPA** – FEA-USP - Trabalho preparado para a BOVESPA – janeiro 2003.

CASTRO, Cláudio de Moura. **A prática da pesquisa**. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1978.

CATELLI, Armando (coord). **Controladoria: uma abordagem da gestão econômica** – GECON. São Paulo: Atlas, 1999.

CHAGAS, Anivaldo Tadeu Roston. **O questionário na pesquisa científica**. Revista Administração On Line, São Paulo: Fecap, v. 1, n. 1, jan./fev./mar. 2000. Disponível em <http://www.fecap.br/adm_online/adol/artigo.htm>. Acesso em 20 de novembro de 2004.

CLARKSON, Max. B. E. – **A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Performance**. Academy of Management Review. Mississippi State, v.20, p.92-117 - January 1995.

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

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. **Métodos de pesquisa em administração**. Tradução Luciana de Oliveira da Rocha. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COPELAND, At. Al. – **Valuation – Measuring and managing the value of companies**. John Willey and sons, Ltd., - 2000.

CORREA, Waldir L. – **Defesa do acionista minoritário** - disponível em Artigos, site: www.animec.com.br. - acessado em 25.02.2005.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários, **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. – Disponível em: www.cvm.gov.br – Acesso em 25/02/05.

DAVIS, John - **Uma Radiografia da Relação empresa + família + propriedade**. São Paulo: Revista HSM Management, nº 41 p. 96-102, out-dez/2003.

DEMAREST e Almeida Advogados. **Sarbanes-Oxley Act of 2002**, 2003. Texto disponível em <<http://www.societario.com.br/jornal/archives/sarbanes.html>>. Acesso em 12 de janeiro de 2005.

DI MICELI da Silveira, Alexandre – **Governança Corporativa: Desempenho e Valor da Empresa no Brasil** - FEA-USP dissertação de mestrado - outubro 2002.

FAMA, E. e JENSEN, M. – **Separation of ownership and control** – Journal of law and economics – v.26, p.301-327) – june 1983.

FASAB – Federal Accounting Standards Advisory Board – 1995 – site www.fasab.com – acesso em 15 de Janeiro 2005.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Mini-dicionário Aurélio**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1993.

GERSICK, Keling E. at al. – **Como gerenciar as transições**. São Paulo; Revista HSM Management, nº 41 p. 104-111, out-dez/2003.

GERSICK, Keling E. at al. – **De geração para Geração – ciclo de vida das empresas familiares**. Havard Business Review Press. São Paulo – Negócio Editora, 1997.

GIL, Antonio Carlos – **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5ª ed. – Atlas, 1999.

GORGA, Érica - **Does Culture Matter for Corporate Governance? A case study of Brazil**. Disponível em: ssrn.com – Acesso em 25 /05/2005 .

GUERREIRO, R. Mensuração do resultado econômico e Modelo de Sistema de Informação Contábil. In Catelli, Armando (Coord.). **Controladoria: uma abordagem da gestão econômica** – GECON. São Paulo: Atlas, 1999.

HAWLEY, James P., WILLIAMS, Andrew P. – **Corporate Governance in United States: The rise of fiduciary capitalism**. Saint's Mary College, School of Economic Business Administration. Working Paper – 1996.

_____. **The Rise of Fiduciary capitalism – how institutional investors can make corporate America democratic**. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2000.

HBR -HARVARD BUSINESS REVIEW. **Experiências de governança corporativa** (tradução de Afonso Celso da Cunha Serra). Rio de Janeiro: Campus, 2001.

HENDRIKSEN, E. S – **Accounting Theory** - 3th ed. – Homewood – Richard D. Irwin – 1977.

HENDRIKSEN, E. S. BRENDA, M. F. V. **Teoria da Contabilidade**, 5ª. Ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HERRMANN Jr. Frederico – **Contabilidade Superior** – 10 ed. – Atlas – 1978.

HILL, Manuela Magalhães; HILL, Andrew. **Investigação por questionário**. 2. ed. revista e corrigida. Lisboa: Edições Silabo, 2002.

HOLLINGSWORTH J, Rogers, BOYER, Robert. – **Contemporary Capitalism – the umbeddness of institutions**. Cambridge; Cambridge University Press, 1997.

HORNGREN, DATAR e FOSTER - **Contabilidade de Custos** – Pearson Education do Brasil – 11^a Ed. – 2004.

HOWELL, Joy e HIBBARD, Stephen - **O novo cenário da governança corporativa**. As principais mudanças da reforma de títulos e valores mobiliários em julho de 2002 para restaurar a confiança. *In* Harvard Management Update nº 5 (anexa à HSM Management nº 37). Março e Abril de 2003, página 12.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Sugere práticas de governança corporativa a serem seguidas pelas empresas. Disponível em: www.ibgc.org.br – Acesso em 15/01/05.

_____. **Panorama da Governança Corporativa no Brasil**. Disponível em www.ibgc.org.br – Acesso em 15/01/05.

JENSEN, Michael, C. – **Value Maximization , Stakeholder Theory, and The Corporate Objective Function** . Disponível em ssrn.com – Acesso em 15/01/05.

JENSEN, Michael, C. MECLING, William H. – **Theory of the Firm – managerial behavior, agency costs and ownership structure**. Journal of Financial Economics, v.3, p.305-360, October, 1976.

LAMOUREUX, Fernando M. – **Contabilidad** – Universidad de Salamanca – Espana.

LANK, André G. Sucessão na Gestão: Desafio-chave para a empresa familiar – in **Governando a empresa familiar** – Álvares, Elismar (coord.) – 2003 – Rio de Janeiro - Edições FDC – Qualitymark.

LA PORTA at al. – **Legal determinants of external finance** - Journal of Finance – July- 1997).

LEAL, Ricardo P.C. – **Coletânea denominada Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**, coordenada por Ricardo Leal (COPPEAD-UFRJ) – Rio de Janeiro – E-Papers Serviços Editoriais Ltda. 2002.

LODI, João Bosco – **Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. 3. Ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

KAPLAN, Robert, e NORTON David P. – **The Balanced Scorecard** – Boston: Havard Business School Press, 1996.

KEANY, Kevin, THOMPSON, Steve e WRIGHT, Mike – **Corporate Governance, economic management and financial issues**. New York: Oxford University Press, 1977.

KPMG – Audit Comittee Institute – **Terceira Mesa de Debates** – Hotel Renaissance – São Paulo – 20/10/2004.

KPMG Business Magazine – **A Lei Sarbanes-Oxley** – Disponível em www.kpmg.com.br. – Acesso 15/01/2005.

MAGLIANO Filho, Raymundo – Revista Razão Contábil – novembro 2004.

MAHMOUD, Laila Abou. **Mil empresas devem mudar balanços até julho**. DCI de 02/12/2004. Disponível em <http://www.marpet.com.br/noticia03_sox.html>. Acesso em 10 de dezembro de 2004.

MAHONEY, William, F. **A reforma na Governança Corporativa avança nos EUA**. In Revista RI – Relações com Investidores nº 52. Junho de 2002, páginas 32 e 33.

_____. **Apresentando o novo Chief Governance Officer**. São Paulo: Revista de RI – Relações com Investidores, IBRI, nº 61, março/2003.

MARCONI, Marina A. LAKATOS Eva M. – **Fundamentos de Metodologia Científica** – 5 ed – São Paulo, Atlas 2003.

MARTIN, Nilton C. – **Da contabilidade a controladoria: a evolução necessária** – in revista Contabilidade e Finanças – n 28 –janeiro/abril 2002 – USP – São Paulo.

MARTINS, Eliseu – **Contabilidade de Custos** – 9ª Edição – São Paulo, Atlas 2003.

MATTAR, Fauze Najib – **Pesquisa de Marketing** – Edição Compacta – São Paulo; Atlas, 1996.

MOREIRA, Ricardo Guimarães – **Governança Corporativa e o Fomento ao Mercado de Capitais** – dissertação de mestrado - UF-MG – agosto de 2003.

NAKAGAWA, Massayuki. **Introdução à controladoria: conceitos, sistemas, implementação**. São Paulo: Atlas, 1993.

NORONHA, Durval, Goyos Jr. – **A questão dos Acionistas Minoritários no Direito Comparado** – Apresentação Seminário ABAMEC – 15.06.99.

NORTH Douglass C. – **Institutions, Institutional Change and Economic Performance - Political Economy of Institutions and Decisions**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

OECD - **Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD, 1999.

OLIVEIRA, Antonio Benedito Silva (Coordenador). **Métodos e técnicas de pesquisa em contabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2003.

OKSENBERG, Cláudio Moises – **Governança Corporativa – O poder de Controle na Sociedade Anônima** – PUC/RJ – monografia apresentada no curso de Direito.

PADOVEZE, C.L. **Controladoria estratégica e operacional**. Thompson. 2002.

PARENTE, Norma - **Governança Corporativa** - São Paulo: Revista dos Tribunais, ano 5, nº 15, p.81-90, Janeiro-Março/2002.

PARISI, Claudio. e NOBRE, W.J. Eventos, gestão e modelos de decisão. In Catelli, Armando (Coord.). **Controladoria: uma abordagem da gestão econômica** – GECON. São Paulo: Atlas, 1999.

PELEIAS, Ivam Ricardo. **Controladoria: gestão eficaz utilizando padrões**. São Paulo: Saraiva, 2002.

PENHA, José Carlos. **Estudo de percepção da organização (X) quanto a implementação de modelo de risco com base na lei Sarbanes-Oxley**. Dissertação de Mestrado em Controladoria e Contabilidade Estratégica - Centro Universitário Álvares Penteado - UNIFECAP, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, São Paulo, 2004.

PEREIRA, Antônio C. **Ambiente, empresa, gestão e eficácia**. In Catelli, Armando (Coord.). **Controladoria: uma abordagem da gestão econômica – GECON**. São Paulo: Atlas, 1999.

PEREIRA FILHO, Francisco Lúcio – **A efetiva Proteção Jurídica dos Minoritários como meio de Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro**– dissertação de mestrado - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC/SP , 2003.

PETERS, Marcos R. S. **Controladoria internacional: incluindo Sarbanes Oxley Act e USGAAP**. São Paulo: DVS Editora, 2004.

PORTER, Michael E. – **Capital Disadvantage: America's falling capital investment system**. Boston: Harvard Business Review, n.46, p. 65-72, September-october/1992.

POUND, John – **Beyond Takeovers: politics comes to corporate governance control**. Boston: Harvard Business Review, nº 43, p. 83-93, march-april, 1992.

_____. **The promise of the governed corporation**. Boston: Harvard Business Review, nº 61, p. 89-98, march-april, 1995.

RAPPAPORT, Alfred. **Creating shareholder value: a guide for managers and investors**. 2 ed. New York: The Free Press, cap 1-3, 1998.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Fundamentos e efeitos jurídicos da governança corporativa no Brasil** - Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. - São Paulo: Malheiros Editores, 2002, nova série, ano XLI, nº 127, p. 165 -174, Julho-Setembro).

ROSS.S, WESTERFIELD.R e JAFFE.J – **Administração Financeira – Corporate Finance** – São Paulo – Atlas, 1995.

SAMARA, Beatriz S.; BARROS, José Carlos de – **Pesquisa de Marketing – conceitos e metodologia**. São Paulo : Makron Books, 1997.

SANTANA, Maria Helena. **A boa governança é uma boa notícia**. In Revista RI – Relações com Investidores nº 61, Março de 2003, página 13.

SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert – **A Survey on Corporate Governance**. The Journal of Finance. V.52, n.2, p 737-783, june, 1997.

SCHREINER, Sergio Ricardo Silva. **Controles internos e governança corporativa: por que e como uma empresa brasileira deve atender à legislação Sarbanes-**

Oxley. Estudo de caso da Perdigão S/A. 2004. 214 p. Dissertação de Mestrado em Controladoria e Contabilidade Estratégica - Centro Universitário Álvares Penteado - UNIFECAP, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, São Paulo, 2004.

SHAYER, Fernando - **Governança Corporativa e as ações preferenciais – dilema do legislador brasileiro.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros Editores, 2002, nova série, ano XLI, nº 126, p. 75 - 86, Abril-Junho).

SOARES, Rinaldo Campos – **Empresariedade & Ética – O exercício da cidadania corporativa** – Atlas – 2002 – São Paulo.

STEINBERG, Herbert – **A Dimensão Humana da Governança Corporativa** – Editora Gente – 2003 – São Paulo.

TRIPODI, Tony et. Al. **Análise da pesquisa social: diretrizes para o uso de pesquisa em serviço social e em ciências sociais.** Rio de Janeiro; Francisco Alves, 1975.

TURNBULL, Shann. – **Corporate Governance: its scope, concerns and theories.** Blackwell Publishers, Oxford, v.5, n.4, 1997.

VILLARES, Paulo D. - **5º Encontro Nacional de Relações com Investidores e Mercado de Capitais – IBRI** - 2003.

VAN HORNE, - **Financial Management and Policy.** - 11 ed. Upper Sadle River, New Jersey - Prentice Hall, 1998.

VRIES, Manfred Kets de. Desafios e Riscos ao se dirigir uma empresa familiar. In: **Governando a Empresa Familiar** – organizado por Alvares, Elismar (coord.) – Rio de Janeiro – 2003 – Edições FDC – Qualitymark.

WALD, Arnold - **O Governo das Empresas.** Revista dos Tribunais, 2002, ano 5, nº 15, 53-78, Janeiro-Março - São Paulo.

WILLIAMSON, Oliver – **The mechanisms of governance.** Oxford: Oxford University Press, 1996.

YAMAMOTO, Marina M. e ALMEIDA PRADO, José E. – **Governança e o valor das empresas.** São Paulo: Revista BOVESPA, nº 88, p. 42-43, out-dez/2003.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo. **Mesma empresa, práticas distintas. Há diferenças de conceitos e de práticas entre países e companhias na governança corporativa** (colaboração de Edison Ryu Ishikura). In Revista Mercado de Capitais, Outubro, Novembro e Dezembro de 2002, páginas 30 a 32.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos.** Tradução de Daniel Grassi. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

_____. **Estudo de caso: planejamento e métodos.** Tradução de Daniel Grassi. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

APÊNDICE A – Questionário utilizado na Pesquisa:

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMERCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP - Mestrado em Contabilidade e Controladoria Estratégica

QUESTIONÁRIO: EVIDENCIAÇÃO DOS CUSTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA COM VISTAS A ADESÃO DE NOVAS EMPRESAS AO NOVO MERCADO DA BOVESPA - MÓDULO 1

COMPANHIA ABERTA:

Responsável:

1-	Qual o conceito de Governança Corporativa que mais se adapta aos objetivos de sua empresa?
a)	Sistema de relacionamento entre Acionistas Controladores/Minoritários e Conselho de Administração;
b)	Sistema de relacionamento entre a alta direção da Companhia, Acionistas e demais stakeholders;
c)	Sistema de Relacionamento da Companhia, visando cumprir metas definidas pelo Conselho de Administração, maximizando a geração de caixa (EBITDA) e criando valor para o acionista;
d)	Sistema de Informações para atender os diversos públicos da Companhia (stakeholders), e as normas legais (CVM), com vistas a manutenção de ações negociadas no Mercado de Capitais;
e)	Outras:

2	Qual é o estágio de Governança Corporativa praticado pela sua empresa?
a)	Atende basicamente as exigências mínimas previstas em lei (IAN, ITRs, DFP, Fatos Relevantes);
b)	Adicionalmente, publica o Balanço Social, e o Demonstrativo de Valor Agregado;
c)	Tem como política realizar esporadicamente reuniões: com analistas via APIMEC; com investidores (reuniões fechadas, ou abertas via ANIMEC), ou ainda, visitas na sede da empresa;
d)	Também realiza periodicamente "road show" junto a investidores no exterior, para divulgação;
e)	Todas

3-	Sua empresa se encontra listada em algum dos níveis de Governança Corporativa do Novo Mercado da BOVESPA? Em caso afirmativo, em qual deles?
a)	Nível 1 (até 66,66% em PN; convocações de assembléias com 15 dias ; ITRs detalhados; demonstrações anuais com Fluxo de Caixa; Mínimo de 25% do Capital Total em circulação);
b)	Nível 2 (Nível 1 + Conselho Administração com 5 membros; Adesão a Camara de Arbitragem; Não emitir ações preferenciais; US GAAP; Tag Along; Recompra de ações = valor econômico);
c)	Nível Novo Mercado (Nível 2; + Somente ações ordinárias; e Conselho Fiscal conforme Lei S.As);
d)	Adicionalmente a empresa possui emissão de ADRs;
e)	No caso de ainda não ter feito sua adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA, explique sucintamente quais os fatores que impediriam esta decisão.

4-	Qual é a importância atribuída aos códigos de Governança Corporativa existentes?											
	Em uma escala de 0 (nenhuma/indiferente) a 10 (extremamente importante)											
	Nota/Nível de Importância	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
a)	Normas da CVM											
b)	Código do IBGC											
c)	Cartilha da ANIMEC											
d)	Cartilha BOVESPA (Novo Mercado)											
e)	Outra:											

5-	Você considera que a adoção de boas práticas de governança corporativa contribuem para melhorar a imagem da empresa e se refletem nas cotações das ações cotadas em bolsa?											
	Em uma escala de 0 (nenhuma/indiferente) a 10 (extremamente importante)											
	Nota/Nível de Importância	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

6-	Qual é a política de Relações com Investidores (RI) adotada pela sua empresa?
a)	As atividades de RI são acumuladas pelo Diretor Presidente ou Financeiro;
b)	As atividades de RI são de responsabilidade de um Diretor com dedicação exclusiva;
c)	As atividades de RI são de responsabilidade de um Diretor com dedicação exclusiva contando com o apoio de um departamento de RI estruturado (gerência e funcionários)
d)	As atividades de RI são de responsabilidade de um Diretor com dedicação parcial contando com o apoio de um departamento de RI estruturado (gerência e funcionários)
e)	Outra:

7-	Qual é a estrutura ideal para o funcionamento do Departamento de RI, com foco na gov. corporativa?
a)	Gerência de RI se reportando diretamente ao Diretor de RI;
b)	Gerência de RI se reportando diretamente ao Diretor de RI, e este ao presidente da Diretoria;
c)	Gerência de RI se reportando diretamente ao Diretor de RI, e este ao presidente do Cons. Adm.
d)	Gerência de RI se reportando diretamente ao Diretor de RI, e este a Assembléia de Acionistas;
e)	Outra:

8-	Como você vê a necessidade da empresa criar o Comitê de Auditoria (Lei Sarbanes-Oxley) diretamente subordinado a Assembléia de Acionistas?
a)	O Comitê de Auditoria deve ser instalado, independente da dispersão acionária das empresas;
b)	Mesmo com a baixa dispersão acionária das empresas no Brasil, deve haver o Comitê de Auditoria;
c)	Em razão da baixa dispersão acionária das empresas no Brasil, não se justifica o Comitê de Auditoria, cujas atividades poderiam ser desenvolvidas pelo Conselho Fiscal;
d)	Se estiver de acordo com a alternativa a), a declaração de responsabilidade pela veracidade das informações, a ser fornecida junto a SEC/CVM, além da assinatura do Presidente do CA, e Diretor Financeiro, deveria ser complementada pelo parecer do Comitê de Auditoria (Conselho Fiscal).
e)	Outra:

9-	Como está estruturado o sistema de informações (controladoria e contabilidade estratégica) para atender a demanda de informações da atividade de Governança Corporativa?
a)	As informações fornecidas pela contabilidade são centralizadas pela controladoria e repassadas ao Conselho de Administração e Diretoria/Gerência de Relações com Investidores;
b)	As informações fornecidas pela contabilidade são centralizadas pela controladoria e repassadas diretamente ao diretor de Relações com Investidores;
c)	Compete a diretoria/gerência de RI, captar e selecionar as informações necessárias para serem encaminhadas ao Conselho de Administrações e posteriormente divulgadas ao público;
d)	As informações contábeis e societárias estão disponíveis em sistema de informações gerais (SAP) que podem ser acessadas pela diretoria/gerência de RI;
e)	Caso considere as respostas insuficientes ou incompletas, complemente seu entendimento abaixo:

10.	Quais são os fatores que inibem a adesão de novas companhias ao Novo Mercado da BOVESPA?
a)	Fatores explícitos tais como: publicações exigidas em Lei (IAN, ITR, DFP); Convocações e Atas de Assembléias, Fatos Relevantes e Aviso aos Acionistas; Auditoria Externa; Depto de Rel. c/Invest.
b)	Adicionalmente fatores como: Divulgação de maior número de informações (maior transparência).
c)	Fatores Implícitos tais como: cultura familiar; problemas de sucessão; profissionalização da gestão; Compartilhamento de poder; conselhos de Administração e Fiscal profissionais; ações ordinárias
d)	Adicionalmente fatores como: exigência de "tag along" de 100% para as ações ordinárias e de 70%; "free float" de 25% para todas as ações; conflitos de interesses; câmara de arbitragem.
e)	Outros fatores, enumerar;

11.	Caso sua resposta acima tenha sido que os fatores explícitos são os mais relevantes, que peso Você atribuiria na escala abaixo?
a)	Pequeno (entre 0 a 40%)
b)	Médio (entre 40% e 60%)
c)	Grande (entre 60% e 80%)
d)	Muito grande (entre 80% e 100%)
e)	indeterminado

12.	Caso sua resposta acima tenha sido que os fatores implícitos são os mais relevantes, que peso Você atribuiria na escala abaixo?
a)	Pequeno (entre 0 a 40%)
b)	Médio (entre 40% e 60%)
c)	Grande (entre 60% e 80%)
d)	Muito grande (entre 80% e 100%)
e)	indeterminado

13.	Na sua opinião, qual é o nível de conhecimento que as empresas tem sobre os custos envolvidos Na atividade de governança corporativa?
a)	Pequeno (entre 0 a 40%)
b)	Médio (entre 40% e 60%)
c)	Grande (entre 60% e 80%)
d)	Muito grande (entre 80% e 100%)
e)	indeterminado

14	Se as empresas tivessem pleno conhecimento dos custos de governança corporativa, poderia haver maior migração das empresas para o novo mercado da BOVESPA?
a)	O conhecimento dos custos de Governança Corporativa é importante para tomar a decisão de migração para o Novo Mercado;
b)	O conhecimento dos custos de Governança Corporativa não é importante para tomar a decisão de migração para o Novo Mercado;
c)	O conhecimento dos custos de Gov. Corp. não é o fator principal para a decisão, que envolve questões: culturais, controle acionário, tag along, free-float, camara de arbitragem, etc.;
d)	Independente da decisão de migração para o novo mercado, as empresas deveriam ter um melhor conhecimento dos seus custos de governança corporativa;
e)	Caso considere as respostas insuficientes ou incompletas, complemente seu entendimento abaixo:

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMERCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP - Mestrado em Contabilidade e Controladoria Estratégica

QUESTIONÁRIO: EVIDENCIAÇÃO DOS CUSTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA COM VISTAS A ADESÃO DE NOVAS EMPRESAS AO NOVO MERCADO DA BOVESPA - MÓDULO 2

COMPANHIA ABERTA:

Nas questões abaixo, distribua percentualmente qual o peso atribuído como custo a cada atividade:

2.1 - Uma S/A (fechada) em fase de abertura de capital, como deveria classificar os custos da operação de abertura de capital?

Item:	Legal:	Financeiro:	Administrativo	Gov. Corp.
a) Advogado p/adaptar Estatutos e Transf. Ltda/S.A.				
b) Adaptar Contabilidade - Societária				
c) Contratar Auditoria Externa (3 últimos balanços)				
d) Contratar Inst. Financ.p/Serviços aos Acionistas				
e) Contratar Inst. Financ. Coordenadora				
f) Anuidade paga a Bovespa				
g) Taxa de registro na CVM				
h) Taxas de Garantia e Colocação				
i) Despesas de publicações (anúncios em jornais)				
j) Depto de Relações com Investidores				
k) Outro:				

2.2- Na S/A aberta, em futuros aumentos de capital, como deveriam ser classificadas as despesas abaixo:

Item:	Legal:	Financeiro:	Administrativo	Gov. Corpor.
a) Assessoria Legal (Convocações e atas)				
b) Contratar Inst. Financ. Coordenadora				
c) Anuidade paga a Bovespa				
d) Taxa de registro na CVM				
e) Taxas de Garantia e Colocação				
f) Despesas de publicações (anúncios em jornais)				
g) Depto de Relações com Investidores				

2.3 - Das atividades abaixo listadas, quais as que você considera como sendo inerentes à Governança Corporativa.:

Item:	Específico	Administrativo	Gov. Corpor.	Rateio
a) Conselho de Administração;				
b) Conselho Fiscal;				
c) Auditoria Independente;				
d) Comitê de Auditoria;				
e) Diretoria de Relações com Investidores;				
f) Gerência de Relações com Investidores;				
g) Departamento de Acionistas/Debenturistas;				
h) Controladoria Societária				
i) Contabilidade Societária				
j) Jurídico Societária				
k) Legal (publicações: balanços, atas, etc.)				
l) Marketing Institucional				
m) Outras				

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMERCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP - MESTRADO EM CONTABILIDADE E CONTROLADORIA ESTRATÉGICA**QUESTIONÁRIO: EVIDENCIAÇÃO DOS CUSTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA COM VISTAS A ADEÇÃO DE NOVAS EMPRESAS AO NOVO MERCADO DA BOVESPA: MÓDULO 3****COMPANHIA ABERTA:****Responsável:**

3.	Algumas despesas relativas a atividade da Governança Corporativa são de difícil mensuração. Na sua opinião poderia ser intituído um critério de rateio, tendo em vista o envolvimento de determinados setores da empresa nessa atividade? Como você consideraria o peso atividade de Governança Corporativa em cada um desses itens. (de 0 a 100 %)

3.1.	Atividades do Conselho de Administração:
	Rateio de Despesas%
a)	Reuniões ordinárias com a diretoria;
b)	Atividades de planejamento estratégico;
c)	Reuniões para definições de investimentos;
d)	Remuneração dos Conselheiros;
e)	Despesas c/viagens e hospedagem;
f)	Alocação Desp. Administrat. (secret. Etc);
g)	Outras:
3.2.	Atividades do Conselho Fiscal:
	Rateio de Despesas%
a)	Acompanhamento do "enforcement";
b)	Reuniões de verif. dados c/controladoria;
c)	Reuniões ordinárias do Conselho;
d)	Remuneração dos Conselheiros;
e)	Despesas c/viagens e hospedagem;
f)	Alocação Desp. Administrat. (secret. Etc);
g)	Outras:
3.3.	Atividades de Auditoria Independente:
	Rateio de Despesas%
a)	Atividades de planejamento/controladoria ;
b)	Reuniões para definições pendências;
c)	Consultorias Diversas(tributária. Etc.);
d)	Remuneração dos Auditores;
e)	Despesas c/viagens e hospedagem;
f)	Alocação Desp. Administrat. (secret. Etc);
g)	Outras:
3.4.	Atividades do Comitê de Auditoria:
	Rateio de Despesas%
a)	Atividades de planejamento/controladoria ;
b)	Reuniões com Conselho de Administração;
c)	Contratação de Consultorias;
d)	Remuneração dos Membros do Comitê;
e)	Despesas c/viagens e hospedagem;
f)	Alocação Desp. Administrat. (secret. Etc);
g)	Outras:
3.5.	Atividades da Diretoria/Gerência de RI
	Rateio de Despesas%
a)	Atendimento a Analistas/Investidores;
b)	Construção de Site/RI;
c)	Consultorias de RI/Comunic/Divulgação;
d)	Reuniões APIMEC/ANIMEC, visitas;
e)	Despesas c/viagens e hospedagem;
f)	Alocação Desp. Administrat.;
g)	Outras:

3.6.	Atividades do Depto Acionistas/Debent.: Rateio de Despesas%
a)	Despesas de transf.ações/debentures;
b)	Despesas de manutenção sistema;
c)	Taxa anual manutenção registro BOVESPA
d)	Taxa manutenção registro CVM;
e)	Alocação Desp. Administrat.;
f)	Outras;
3.7.	Atividades do Depto Controladoria: Rateio de Despesas%
a)	Atividades de planejamento/controladoria ;
b)	Reuniões para definições pendências;
c)	Consultorias Diversas;
d)	Despesas c/viagens e hospedagem;
e)	Alocação Desp. Administrat.;
f)	Outras;(Sistemas de Informação)
3.8.	Atividades do Depto Contabilidade:
	Rateio de Despesas%
a)	Sistema de Informações p/Governança
b)	Despesas manut. Sistema Informações;
c)	Consultorias Diversas;
d)	Despesas c/viagens e hospedagem;
e)	Alocação Desp. Administrat.;
f)	Outras;
3.9.	Atividades do Depto Jurídico:
	Rateio de Despesas%
a)	Controle de Atos Societários;
b)	Preparação de Atas/Estatutos/outros;
c)	Controle de Enforcement (Jurídico);
d)	Contratação de Consultorias;
e)	Alocação Desp. Administrat.;
f)	Outras;
3.10.	Atividades de Marketing Institucional:
	Rateio de Despesas%
a)	Publicações de Balanços/Atas/Avisos;
b)	Preparação de Relatórios Administração;
c)	Relatórios Social/Ambiental/Intelectual;
d)	Divulgação Institucional (Road-Show);
e)	Alocação Desp. Administrat.;
f)	Outras;

Fonte: Elaborado pelo autor

APÊNDICE B - LEI DE S.A. FRENTE ÀS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

1. Diagnóstico

- Após vários anos de redução no número de companhias abertas registradas na BOVESPA, desde o início de 2004 tivemos breve fluxo de novas empresas abrindo o capital, e a volta de captações de recursos através do lançamento público de ações de empresas já registradas no mercado acionário.
- As crescentes exigências dos investidores com relação às boas práticas de governança corporativa, fizeram com que as empresas aderissem ao nível “Novo Mercado”, ou ao “Nível II de Práticas de Governança Corporativa da BOVESPA”, tendo em vista alcançar melhor precificação para suas ações.
- Praticamente a totalidade das novas ações que foi lançada no mercado constituiu-se de ações ordinárias, e ofereceram aos investidores *tag along* de 100%, nos casos de OPA's para fechamento futuro de capital.
- Por já terem cumprido o seu papel, as ações preferenciais vêm paulatinamente perdendo força no mercado acionário, uma vez que os investidores nacionais e estrangeiros privilegiam as ações de empresas com boa governança corporativa, e que tratem equitativamente os seus acionistas.
- Os detentores de ações preferenciais têm sido muito prejudicados pelos controladores, nos momentos em que ocorre o fechamento de capital, tendo em vista que, normalmente, é oferecido um preço diferenciado muito aquém do valor pago aos ordinaristas (somente as ações ordinárias têm assegurado o direito ao *tag along* de 80% do valor pago às ações de controle).
- Várias outras situações, como, fechamento branco de capital, critérios de definição de preços para a realização de ofertas públicas de recompra de ações para fechamento de capital, situações de conflitos de interesses e de abuso de poder, têm sido apontadas pelos investidores como empecilhos para a realização de novos investimentos.
- A morosidade na resolução de pendências judiciais, envolvendo acionistas controladores e minoritários, é outro fator que influencia negativamente a atração de investidores para o mercado acionário.

2. Nossa visão da Lei de S.A. no contexto atual

O atual arcabouço legal do mercado acionário brasileiro pode ser considerado avançado em alguns pontos, porém existem aspectos cruciais para seu desenvolvimento que merecem maior atenção de todos os segmentos envolvidos, sejam as autoridades reguladoras (CVM), autorreguladoras (BOVESPA), companhias abertas, instituições administradoras de recursos (Assets, e Instituições Financeiras) ou investidores (Fundos de Investimentos, Fundos de Pensão, Cias Seguradoras, Clubes de Investimentos e investidores individuais).

A Lei de S/A. de 15 de dezembro de 1976, alterada em alguns tópicos pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, ainda guarda uma série de inconsistências, em contraposição ao moderno capitalismo vigente nos principais mercados internacionais, o que acaba afugentando os investidores externos, que não encontram as devidas salvaguardas para os seus investimentos no país.

Neste sentido, a ANIMEC desenvolveu um estudo comparativo dos mercados de capitais no México, Chile, Espanha e Brasil, procurando identificar quais são os principais aspectos que interferem na atração de maior número de investidores para o mercado nacional. O trabalho, na sua íntegra, será disponibilizado no site da associação (www.animec.com.br), após a incorporação das sugestões a serem debatidas durante a realização deste Seminário.

a) Breve histórico

Desde a sua fundação, em outubro de 1999, a ANIMEC participou de uma série de *cases* representando os interesses dos acionistas não controladores junto às autoridades reguladoras. A nossa experiência tem demonstrado que, mesmo possuindo uma Lei de S.A. relativamente avançada, faz-se necessário alguns ajustes à regulamentação vigente, procurando diminuir *brechas* existentes, que têm sido habilmente utilizadas pelos acionistas controladores, em detrimento de um tratamento equânime aos investidores não controladores.

Nossa observação dos cerca de 130 *cases*, nos quais a Associação esteve envolvida, mostrou que poderíamos, *a priori*, considerar cerca de 8 itens como os recorrentes e, portanto, os que deveriam ser objeto de nossa atenção. Para corroborar as propostas que serão apresentadas, procuramos identificar como esses itens são tratados em outros mercados que guardam certa similitude com o nacional assim, foram pesquisados os mercados de capitais mexicano, espanhol e chileno.

b) Governança Corporativa

A governança corporativa diz respeito à forma como uma empresa está sendo administrada; tem a ver com liderança, estratégia e política empresarial. Estuda os relacionamentos de poder dentro da companhia e trata das melhores práticas que devem norteá-los. A Organization for Economic Cooperation and Development – OECD, explica governança corporativa como “o sistema pelo qual os negócios da empresa são direcionados e controlados.”

Neste sentido, os investidores têm exigido cada vez mais que as empresas adotem boas práticas de governança corporativa, passando a ser avaliadas não somente pelo seu desempenho financeiro, mas, também, pela transparência de suas operações, responsabilidades social e ambiental e pelas políticas de remuneração aos seus acionistas. As companhias abertas que adotam boas práticas de governança corporativa têm tido suas ações negociadas nas bolsas de valores mais bem avaliadas pelos investidores, sendo um diferencial na criação de valor da companhia.

c) A seguir, quadro comparativo de aspectos da legislação de mercado de capitais, no Brasil, Chile, Espanha e México.

d) Aspectos identificados

Entre os principais problemas detectados para a atração de investimentos e salvaguarda dos direitos dos investidores não controladores, destacamos:

- I. **Composição Acionária:** o cerne da questão é, sem dúvida, a atual estrutura de composição do capital das S/A, entre ações ordinárias, com direito a voto, e ações preferenciais, sem direito a voto e com preferência no recebimento de dividendos.

Diagnóstico: conforme prevê a Lei de S/A. (Lei 6.404/76), o capital social de uma empresa pode ser composto por, no mínimo, 1/3 (33,33%) em ações ordinárias e até 2/3 (66,66%) em ações preferenciais. Em 2001, a Lei 10.303/01 alterou, para as novas companhias constituídas sob o regime de S/A., a composição do capital, que passou a ser de, no mínimo, 50% em ações ordinárias e 50% em ações preferenciais. Temos, assim, que o acionista que possuir metade mais uma ação das ordinárias, portanto 16,66% + 1 ação, no primeiro caso, e 25% + 1 ação no segundo, deterá o controle acionário da companhia, tomando decisões às quais devem se submeter os demais acionistas, processo este que não nos parece o mais adequado para atrair novos investidores.

Propostas: A ANIMEC defende que a totalidade das ações seja de ordinárias, permitindo que todos os acionistas possam votar decisões que serão aprovadas, ou não, pela maioria dos votantes.

- a) que seja feita a diferenciação entre S/A. de capital fechado (que não possui seus valores mobiliários negociados no mercado de capitais) e a S/A. de capital aberto (com seus valores mobiliários negociados no mercado de capitais). A S/A. de capital fechado poderia manter a atual estrutura de ações na composição do capital social. Já as companhias abertas teriam um regime diferenciado, com o seu capital social representado, na sua totalidade, por ações ordinárias;
- b) para as atuais companhias abertas, poderia ser estipulado que os próximos aumentos de capital se verificassem somente com a emissão de ações ordinárias;
- c) seria determinado um prazo de 10 anos para que se atinja a totalidade (100%) do capital representado por ações ordinárias. Ex.: anualmente seriam substituídos 10% das ações preferenciais (5% do capital total) por ações ordinárias;
- d) em matérias específicas que configurem conflito de interesses, seria dado o direito de voto também aos detentores de ações preferenciais.

II. **Tag Along** - é o direito, previsto em lei, de os acionistas não controladores receberem, no mínimo, 80% do valor pago aos acionistas controladores, por ocasião da venda do controle acionário.

Diagnóstico: a Lei de S/A. (6.404/76) previa que, nos casos de fusão, cisão ou incorporação de empresas, o acionista não controlador teria o “Direito de Recesso”, ou seja, poderia se retirar da sociedade recebendo por suas ações o valor correspondente, no mínimo, ao valor patrimonial por ação. No governo FHC, para facilitar o processo das privatizações, o Congresso Nacional aprovou a Lei Lobão (Senador Edison Lobão), que retirou da Lei de S/A. o “Direito de Recesso”. A Lei 10.303/01 introduziu o tag along para os investidores não controladores, limitado, contudo, a 80% do valor recebido pelos acionistas controladores. Inicialmente, é incompreensível que ações de um mesmo tipo (ordinárias), tenham direitos diferentes (os antigos controladores recebem 100% e os minoritários recebem apenas 80% do valor pago pelos novos controladores). Quando a empresa necessitou dos recursos para investimentos, o dinheiro dos minoritários tinha exatamente o mesmo valor que o dos controladores. A pergunta que deve ser feita é por que no caso da venda do controle, o acionista deve receber apenas 80%? Complementarmente, deve-se salientar que, para os detentores de ações preferenciais não existe uma regra definida, ficando na dependência do preço que o novo controlador queira pagar.

Proposta: Não consideramos justo esse dispositivo da Lei, e defendemos que o Tag Along de 100% deve ser estendido para todos os investidores, tanto para as ações ordinárias como para as ações preferenciais.

III. **Representação no Conselho de Administração:** a Lei 10.303/01 introduziu alterações para permitir que os acionistas não controladores (minoritário) possam ter um representante no Conselho de Administração da companhia somente a partir da AGO que aprovar as contas de 2005, portanto, 30/04/2006 (aproximadamente 5 anos após a aprovação da alteração).

Diagnóstico: esta é outra posição *esdrúxula* constante da Lei. É como se o investidor não controlador (minoritário) estivesse sujeito a uma “carta de alforria”. O receio de alguns controladores, quanto à possível utilização de informações privilegiadas por parte do representante dos minoritários, é totalmente infundada, pois existe todo um arcabouço legal que prevê sérias penalidades com relação a essa postura. Por outro lado, devemos ressaltar que, por força da Lei de Privatizações, todas as companhias do setor de telecomunicações têm, em seus Conselhos de Administração, um representante dos investidores minoritários, já tendo sido comprovado o acerto da medida, uma vez que aquele representante tem servido de elo de ligação entre os acionistas não controladores e o comando da empresa, evitando-se, assim, possíveis confrontos.

Proposta: a ANIMEC, defende que os acionistas não controladores tenham o direito de indicar, o mais rápido possível, seus representantes nos Conselhos de Administração das companhias abertas, mediante a votação de nomes constante de lista tríplice, votação esta na qual estariam vedadas as participações dos

controladores (inclusive de parentes até segundo grau) ou de participantes de grupos de controle (Acordo de Acionistas).

- IV. Representação no Conselho Fiscal x Comitê de Auditoria:** o Conselho Fiscal de companhia aberta deveria ter funcionamento permanente, e não apenas quando solicitada a sua instalação. Para as empresas com títulos negociados no exterior, o Comitê de Auditoria deve ser instalado independentemente da existência ou não do Conselho Fiscal.

Diagnóstico: O funcionamento do Conselho Fiscal, apenas quando solicitada a sua instalação, deixa a nosso modo de ver, muito a desejar. Se o papel do Conselho é fiscalizar, esse trabalho deveria ser permanente, atuando de forma preventiva para evitar possíveis problemas futuros. Neste sentido, a maior participação de conselheiros ligados ao controlador pode causar distorções (temos tido muitos casos de voto em separado dos representantes dos minoritários, sobre assuntos em que deveria haver unanimidade). No caso do Comitê de Auditoria, atualmente exigido para as empresas emissoras de ADR's, poderia o mesmo ser também estendido para as demais companhias abertas, visando a boa governança corporativa.

Proposta: a ANIMEC defende que o Conselho Fiscal seja instalado de forma permanente e que sua composição seja paritária entre controladores e não controladores, com as possíveis divergências em caso de empate sendo submetidas à apreciação da Assembléia de Acionistas. No caso das companhias que tiverem instalado o Comitê de Auditoria, sugerimos que seus membros sejam conselheiros profissionais independentes.

- V. Fechamento Branco de Capital de Companhias Abertas:** o fechamento de capital por parte de companhias abertas tem seu procedimento definido por lei e sujeito à aprovação da CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Entre outras medidas, sujeita o fechamento do capital a uma oferta pública de compra de ações (OPA), com adesão de investidores que representem, no mínimo, 66,66% das ações em circulação (*free-float*). Para “driblar” esta disposição legal, algumas empresas têm se utilizado da figura da “incorporação” de uma companhia aberta por uma companhia fechada, que, mesmo estando prevista em lei, se configura como uma cassação das ações dos acionistas não controladores, que perdem liquidez (anteriormente negociadas em Bolsa de Valores) e passam a possuir ações de uma companhia fechada, ficando à mercê das vontades do controlador. Casos de OPA's que não atingem seu objetivo deveriam ter canceladas as ações adquiridas, pois sinaliza intenção de fechamento do capital, além de reduzir o *free-float* e prejudicar a liquidez das ações. Estas situações representam, na prática, o “fechamento branco de capital”.

Proposta: a ANIMEC propõe que a CVM, ao identificar situações como a acima descrita, interfira no processo em defesa dos acionistas não controladores, evitando a concretização da operação e sugerindo que a empresa faça uma nova proposta para fechamento de capital.

- VI. Conflito de Interesses:** a legislação em vigor, tanto a Lei de S/A. como Instruções da CVM, tratam do assunto no que se refere à sua caracterização.

Diagnóstico: consideramos que o assunto deve ser revisto, pois várias situações de “Conflito de Interesses” e de “Abuso de Poder”, por parte do controlador, devem ser mais bem explicitadas.

Proposta: sempre que houver flagrante “Conflito de Interesses” por parte do controlador, como é o caso de incorporação de empresas na qual ele é o principal investidor, deveria existir o impedimento de que o controlador vote na Assembléia que aprovar a matéria, ficando a decisão a cargo dos acionistas não controladores. Se a operação for de real interesse para a companhia, ela será aprovada pelos investidores. O Laudo de Avaliação da empresa a ser incorporada deve

necessariamente ser efetuado com base no Valor Econômico (Fluxo de Caixa Descontado).

VII. Outros: Projeto de Lei nº 5672 de 2.001: a ANIMEC, apóia, na íntegra, o projeto de Lei nº 5.672 de 2001 de autoria do Deputado Luis Carlos Hauly, que altera os artigos 15, 137, 161, 172, 254-A e 277 da referida Lei, e que se encontra em tramitação na Câmara dos Deputados (vide anexo).

3. Conclusão

A ANIMEC considera importante a discussão do tema deste seminário, na expectativa de que as propostas apresentadas possam ser debatidas por todas as partes interessadas, e que uma vez incorporadas ao Plano Diretor de Mercado de Capitais, sejam encaminhadas ao legislativo, à CVM e a BOVESPA, para que uma vez implementadas, possamos ter um arcabouço legal e regras de governança corporativa que tratem os investidores de forma equânime, visando atrair maior volume de recursos para o mercado de capitais, contribuindo para a capitalização das empresas privadas nacionais e desenvolvimento sustentado do país.

Associação Nacional de Investidores
do Mercado de Capitais – ANIMEC.

Aspectos/País	Brasil	Chile	Espanha	México
Proporcionalidade e direito de voto das ações	Lei 6.404/76: 1/3 ordinárias 2/3 preferenciais Lei 10.303/01: ½ ordinárias e ½ preferenciais Somente as ações ordinárias têm direito a voto.	Até 2.000 existiam ações “comuns e preferentes” Reforma 2001 deu prazo de até cinco anos para troca das preferentes por comuns.	Tem somente ações “comuns”, todas com direito a voto. A filosofia é “ <i>one share, one vote</i> ”.	Tem somente ações “comuns” divididas em duas classes: uma com direito a voto e a outra com restrições.
<i>Tag along</i> e prêmio de controle	Ordinárias: 80% para os minoritários. Preferenciais: sem direito a <i>tag along</i> Novo Mercado: NM BOVESPA: Nível NM: 100% - Nível II: Ord. 100% - Pref.: 70% Prêmio de Controle: 20%	<i>Tag along</i> de 100% para todas as ações. Não existe prêmio de controle.	<i>Tag along</i> de 100% para todas as ações. Não existe prêmio de controle.	<i>Tag along</i> de 100% para todas as ações. Não existe prêmio de controle.
Representação no Cons. Administr. Conselho Fiscal e Comitê de Auditoria (SOX)	Cons. Administr.: Ord: cada 15% do total de ordinárias indicam um membro. Pref.: cada 10% do total do capital social, indicam um membro. Controlador tem direito a 1 membro a mais que os minoritários Comitê Auditoria: Cons. Fiscal substitui o Comitê.	Cada 10% indica 1 membro. Não tem Cons. Fiscal. Minoritários indicam um membro na Diretoria Comitê Auditoria: segue a SOX.	50% indicam metade dos membros. 25% indicam 1/3 dos membros. 25% eleitos na Assembléia de Acionistas. Não tem Cons. Fiscal Comitê Auditoria: segue a SOX	Cada 10% indica 1 membro. Não tem Cons. Fiscal Comitê Auditoria: segue a SOX
Fechamento de Capital (Oferta Pública Compra de Ações – OPA)	OPA: tem que ter aceitação de 2/3 das ações em circulação. Fechamento: compra de 95% das ações.	OPA: se houver a venda do controle.	OPA: se houver a venda do controle. Fechamento: compra de 90% das ações. Se houver aquisição de 25% do <i>free-float</i> Oferta para comprar mais 10% das ações.	OPA: se houver a venda do controle
Ações em circulação: <i>free float</i>	Baixo: Não há limites Novo Mercado da BOVESPA: 25%	Baixo: Empresas com mais de 25% de <i>free float</i> só podem ter ações comuns.	Alto: a CNMV incentiva o aumento do <i>free float</i>	Baixo: a CNBV incentiva o aumento do <i>free float</i>
Incorporação de Empresas por Cia Aberta.	Legislação CVM: Perito apresenta laudo para AGE. (valor de Mercado ou fluxo de caixa descontado)	Legislação SVS (valor de mercado)	Legislação CNMV – Valor de Liquidação	Legislação CNBV – Valor de Mercado
Conflito de Interesses	Legislação CVM	Legislação SVS	Legislação CNMV	Legislação CNBV
Tributação das Operações no Mercado de Ações	20% sobre ganho de Capital. (prazo maior que 2 anos = 15%)	Não há tributação na operação. Somente na declaração do IR	Não há tributação na operação. Somente na declaração do IR	Não há tributação na operação. Somente na declaração do IR

APÊNDICE C – Termo de Autorização

TERMO DE AUTORIZAÇÃO

Eu, GREGORIO MANCEBO RODRIGUEZ, Nacionalidade: Brasileira, Estado Civil:Casado, Profissão:Economista, residente e domiciliado à Rua Estado de Israel nº 181 – apto nº 22 – Vila Clementino – cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, portador do documento de identidade nº: 6.010.948 e CPF nº:569.973.618-20, na qualidade de titular dos direitos morais e patrimoniais de autor da obra: GOVERNANÇA CORPORATIVA: IDENTIFICAÇÃO DOS PRINCIPAIS FATORES QUE INIBEM A ADESÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS AO NOVO MERCADO DA BOVESPA, SOB O ENFOQUE DE CUSTOS; dissertação apresentada ao Centro Universitário Álvares Penteado – UNIFECAP, na data:29.08.2005 , com fundamento nas disposições da Lei nº 9.610, de 19 de fevereiro de 1998, venho:

1. **AUTORIZAR** o Centro Universitário Álvares Penteado – UNIFECAP a reproduzir e/ou disponibilizar na rede mundial de computadores – internet – e permitir a reprodução por meio eletrônico (formato PDF), da OBRA, a partir desta data e até que manifestação em sentido contrário de minha parte determine a cessação dessa permissão.

2. **Autorizar, a partir de dois anos após esta data,** o Centro Universitário Álvares Penteado – UNIFECAP, a reproduzir, disponibilizar na rede mundial de computadores – Internet – e permitir a reprodução por meio eletrônico (formato PDF), da OBRA, até que manifestação contrária de minha parte determine a cessação dessa permissão.

3. **Não autorizar** o Centro Universitário Álvares Penteado – UNIFECAP, a Reproduzi-la e apenas armazena – lá permanente na biblioteca para pesquisa.

São Paulo, 10 de setembro de 2005. .

Assinatura:_____

ANEXO I

APRESENTAÇÃO: Novo Mercado

Implantados em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são segmentos especiais que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Embora tenham fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados são mais direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA.

Este folheto é dedicado ao Novo Mercado e descreve os compromissos de governança corporativa (GC) que as empresas registradas nesse segmento assumem, adicionalmente aos existentes na legislação atual.

Esses compromissos adicionais referem-se à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da companhia e à adoção de regras societárias que equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor.

A premissa básica do Novo Mercado é de que boas práticas de GC têm valor para os investidores, pois os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade das informações prestadas reduzem as incertezas no processo de avaliação e, conseqüentemente, o risco.

A redução do risco gera uma melhor precificação das ações que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas, cujas necessidades de investimento aumentaram com a abertura da economia e a globalização.

Diversos estudos, entre eles o *Legal Determinants of External Finance*, elaborado em 1997 por Rafael La Porta e outros, professores da Universidade de Harvard, confirmam que quanto mais rígida a regulamentação de um país em termos de proteção aos direitos dos acionistas, mais forte é o seu mercado acionário.

Por exemplo, com base em dados de 49 países, o estudo citado acima aponta que indicadores do grau de desenvolvimento do mercado, como capitalização do mercado/PIB, número de empresas/milhão de habitantes e número de aberturas de capital/milhão de habitantes, são mais sólidos nos países onde os acionistas minoritários contam com maiores garantias.

Direitos dos acionistas e grau de desenvolvimento do mercado

	Direitos/PIB*	Capitalização Empresas/milhão de habitantes*	IPOs/milhão de habitantes*
Direitos dos minoritários			
25% menores	0,19	12,05	0,14
50% intermediários	0,39	20,03	0,97
25% maiores	0,58	35,68	2,05
Uma ação, um voto			
Não	0,32	20,10	0,87
Sim	0,65	26,76	1,48
Enforcement			
25% piores	0,28	8,51	0,28
50% intermediários	0,47	22,36	0,89
25% melhores	0,36	33,08	1,85

* Média de 49 países. Fonte: Rafael la Porta *et al.* *Legal Determinants of External Finance in Journal of Finance* (July 1997).

Desde sua implantação, a BOVESPA tem trabalhado no sentido de divulgar e esclarecer a importância e os benefícios do Novo Mercado para as empresas, os investidores e o próprio mercado de capitais brasileiro.

A adesão de uma empresa ao Novo Mercado é voluntária e concretiza-se com a assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a própria BOVESPA. Pelo contrato, as partes acordam em cumprir o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que consolida todos os requisitos adicionais desse segmento.

As empresas do Novo Mercado, ao assinarem o Contrato, também adotam a arbitragem para solução de eventuais conflitos societários que possam surgir. Por isso, foi constituída pela BOVESPA a Câmara de Arbitragem do Mercado, oficialmente instalada desde 27/07/2001.

Certamente, a decisão de uma empresa em se listar no Novo Mercado receberá um tratamento especial. Isso se justifica em vista da adoção de boas práticas de GC e da crescente preocupação com o tema, como demonstra a declaração da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) de que “o grau de observância dos princípios básicos da boa governança corporativa, por parte das empresas, é um fator cada vez mais importante nas decisões de investimento”.

Nas próximas páginas, apresentamos os procedimentos para o registro no Novo Mercado, os seus requisitos e alguns mecanismos implementados pela BOVESPA para conferir maior visibilidade à decisão dessas companhias.

ADESÃO AO NOVO MERCADO

EMPRESAS ALVO

Não há restrições quanto ao porte ou setor de atuação da empresa. Qualquer empresa que implemente as boas práticas de GC fixadas no Regulamento de Listagem pode ter suas ações negociadas nesse segmento.

São empresas alvo:

- as que venham a abrir seu capital;
- as listadas na BOVESPA com apenas ações ordinárias ou que possam, no caso de existência de ações preferenciais, convertê-las em ações ordinárias.

CONDIÇÕES PARA A ENTRADA

As empresas que estão abrindo o seu capital podem listar-se no Novo Mercado mediante uma distribuição pública mínima de R\$ 10 milhões, seja ela primária, secundária ou uma combinação de ambas.

As empresas já listadas na BOVESPA podem migrar para o Novo Mercado sem necessidade de distribuição pública, desde que tenham pelo menos 500 acionistas e atendam às demais condições do Regulamento.

ASSINATURA DO CONTRATO

A BOVESPA não registra automaticamente as empresas no Novo Mercado, ainda que, hipoteticamente, haja alguma que atenda a todos os requisitos de listagem desse segmento.

Para ser considerada companhia do Novo Mercado, é necessária a assinatura do Contrato de Participação no Novo Mercado, tendo a companhia, seus controladores, administradores (Conselho de Administração e Diretoria) e a BOVESPA como partes.

ESCOPO DO CONTRATO

Com o Contrato, todas as partes signatárias concordam em seguir o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, além de aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado.

FISCALIZAÇÃO E OBRIGATORIEDADE DE CUMPRIR O REGULAMENTO

O Contrato é imprescindível pois, enquanto estiver em vigor, torna obrigatório o cumprimento dos requisitos do Novo Mercado, tendo a BOVESPA o dever de fiscalizar e, se for o caso, punir as infrações.

CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO

OBJETIVO E ABRANGÊNCIA

A Câmara foi instituída pela BOVESPA com o objetivo de agilizar a solução de eventuais conflitos societários. Proporciona aos seus participantes um grupo de árbitros especializados em matérias societárias, economia de tempo e, conseqüentemente, economia de recursos.

São participantes da Câmara a companhia listada no Novo Mercado, seus controladores, administradores, membros do Conselho Fiscal e a BOVESPA. Obviamente, todos os investidores também poderão aderir, por meio da assinatura de um Termo de Anuência ao Regulamento de Arbitragem.

Ao aderirem, os participantes obrigam-se a submeter à Câmara todos os conflitos que possam surgir entre eles, decorrentes da aplicação das disposições contidas na Lei das S.A.s, nos Estatutos Sociais das companhias, nas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral, além daquelas constantes do Regulamento de Listagem do Novo Mercado.

As partes obrigam-se também a não recorrer ao Poder Judiciário, a não ser nos casos previstos no Regulamento de Arbitragem, garantindo assim agilidade na resolução dos conflitos. Ressalta-se que as regras da Câmara de Arbitragem do Mercado estão de acordo com a Lei n.º 9.307/96 ("Lei da Arbitragem").

COMPOSIÇÃO

Ela é composta por, no mínimo, 30 árbitros, escolhidos pelo Conselho de Administração da BOVESPA. A cada dois anos haverá uma nova escolha a partir de nomes indicados pelas mais diversas entidades representativas dos participantes do mercado de capitais, sempre com o compromisso de manutenção de um corpo de árbitros da mais alta qualidade técnica.

PROCEDIMENTOS ARBITRAIS

Numa disputa, as partes poderão adotar um dos três tipos de procedimento arbitral: arbitragem ordinária, arbitragem sumária e arbitragem *ad hoc*.

A arbitragem ordinária destina-se a questões mais complexas, enquanto a arbitragem sumária pode ser utilizada em disputas mais simples. Por sua vez, a arbitragem *ad hoc* permite uma maior flexibilidade, estando as partes livres, de comum acordo, para definir o encaminhamento da arbitragem.

TRIBUNAL ARBITRAL

O procedimento escolhido define a composição do Tribunal Arbitral que julgará o caso. Por exemplo, na arbitragem ordinária, procedimento mais adequado para questões complexas, o Tribunal Arbitral é formado por três árbitros. Cada parte

indica um árbitro (e seu suplente), sendo o terceiro deles escolhido em comum acordo pelas partes.

REQUISITOS PARA A LISTAGEM NO NOVO MERCADO

REGRAS SOCIETÁRIAS

Entre os requisitos para a listagem no Novo Mercado, os mais fortes são os compromissos societários, que garantem maior equilíbrio de direitos entre todos os acionistas.

- A empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito ao voto.
- Em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor.
- Em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Novo Mercado, o controlador fará uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, tomando por base o valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada. A empresa especializada deve ser selecionada, em assembléia geral, a partir de uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração. A escolha dá-se por maioria absoluta de votos das ações em circulação (ou seja, sem os votos do controlador).
- O Conselho de Administração da companhia deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, com mandatos unificados de um ano.
- A companhia não deve ter Partes Beneficiárias em circulação.

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

Outro grupo importante de compromissos que as empresas listadas no Novo Mercado assumem perante os investidores é o fornecimento de informações que auxiliam na avaliação sobre o valor da companhia.

INFORMAÇÕES ADICIONAIS NAS ITRS

As ITRs (Informações Trimestrais) constituem um documento que todas as empresas de capital aberto listadas na BOVESPA enviam à CVM e à própria Bolsa trimestralmente. Esse documento contém as demonstrações financeiras do trimestre em referência e outros comentários considerados importantes.

Além das informações que já são obrigatórias por lei, a companhia do Novo Mercado deve incluir nas ITRs:

- demonstrações financeiras consolidadas;
- demonstração dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado;

- abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital total, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física;
- a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelo Grupo de Controladores, Grupo dos Membros do Conselho de Administração, Grupo dos Diretores e Grupo dos Membros do Conselho Fiscal;
- a evolução do item acima em relação aos doze meses anteriores;
- a quantidade de ações em circulação e a sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas, por tipo e classe;
- revisão especial emitida por Auditor Independente.

INFORMAÇÕES ADICIONAIS NAS DFPS

As DFPS (Demonstrações Financeiras Padronizadas) constituem um documento que todas as empresas de capital aberto listadas na BOVESPA devem enviar à CVM e à própria Bolsa até o final de março de cada ano. Esse documento contém as demonstrações financeiras referentes ao exercício findo e outros comentários considerados importantes.

Além dessas informações, o Regulamento estabelece que a empresa deve incluir nesse documento as demonstrações dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado.

INFORMAÇÕES ADICIONAIS NAS IANS

As IANS (Informações Anuais) constituem um documento que todas as empresas de capital aberto listadas na BOVESPA entregam à CVM e à própria Bolsa até o final de maio de cada ano, contendo informações corporativas.

A essas informações devem ser acrescentados os seguintes dados:

- a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelo Grupo de Controladores, Grupo dos Membros do Conselho de Administração, Grupo dos Diretores e Grupo dos Membros do Conselho Fiscal;
- a evolução do item acima em relação aos doze meses anteriores;
- a quantidade de ações em circulação e a sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas, por tipo e classe.

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES FINANCEIRAS EM PADRÃO INTERNACIONAL

Com a intenção de aumentar a sua visibilidade, visando especialmente aos investidores estrangeiros, a empresa deve:

- elaborar demonstrações financeiras anuais de acordo com padrões internacionais de contabilidade, aceitando-se o US GAAP ou o IAS. Para o cumprimento desse requisito, em função da sua complexidade, há um prazo de carência de aproximadamente dois anos;
- elaborar as demonstrações financeiras trimestrais de acordo com padrões internacionais ou divulgar as ITRs, no padrão do Novo Mercado, traduzidas para a língua inglesa.

DIVULGAÇÃO DE OUTRAS INFORMAÇÕES

- A empresa deve realizar ao menos uma reunião pública anual com analistas e outros interessados para apresentar a sua situação econômico-financeira, projetos e perspectivas, com o objetivo de promover uma maior aproximação com os investidores.
- Deve também divulgar um calendário anual com as datas dos principais eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação dos resultados financeiros trimestrais e outros, facilitando o acompanhamento pelo mercado.
- A companhia deve divulgar os termos dos contratos firmados entre a empresa e partes relacionadas, quando atingirem o valor fixado no Regulamento de Listagem, que varia segundo o porte da empresa listada. O objetivo é dar elementos para que os acionistas investidores avaliem esses contratos em comparação às condições normais do mercado.
- Os acordos de acionistas devem ser enviados à BOVESPA, pela empresa, para divulgação ao mercado, melhorando a compreensão sobre as regras que regem o relacionamento entre os controladores.
- A empresa também deve dar conhecimento dos programas de opções de aquisição de ações destinados aos funcionários ou administradores.
- Visando a garantir transparência aos negócios das pessoas que possam ter acesso a informações privilegiadas, a empresa deve:
 - divulgar, em bases mensais, as negociações com valores mobiliários de emissão da própria companhia e seus derivativos por parte dos controladores, administradores e membros do Conselho Fiscal.

DISPERSÃO DE AÇÕES

Para melhorar a liquidez e a pulverização das ações da companhia no mercado secundário e, ao mesmo tempo, garantir a credibilidade e a transparência durante o processo de distribuição pública, o Regulamento exige que:

- a empresa mantenha um percentual mínimo de 25% de ações em circulação. Ações em circulação são todas as ações de emissão da Companhia, exceto aquelas:

- (i) de titularidade do Acionista Controlador, seu cônjuge, companheiro (a) e dependentes incluídos na declaração anual do imposto de renda;
- (ii) em tesouraria;
- (iii) de titularidade de Controladas e Coligadas da Companhia;
- (iv) de titularidade de Controladas e Coligadas do Acionista Controlador;

- quando das distribuições públicas, que a empresa adote procedimentos especiais de distribuição que podem ser, entre outros, a garantia de acesso a todos os investidores interessados ou distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total a ser distribuído. O procedimento de dispersão deverá estar descrito no prospecto de distribuição pública;

- em se tratando de Oferta Inicial de Ações (primeira distribuição pública), os controladores e administradores devem abster-se de negociar com ações de que eram titulares logo após a Oferta por um período de seis meses. Após esse período inicial, devem abster-se de negociar com 60% dessa posição por mais seis meses.

PROSPECTOS DE DISTRIBUIÇÕES PÚBLICAS

Os prospectos de distribuição pública da Companhia deverão observar os requisitos do Regulamento quanto às informações que devem ser divulgadas. Entre as informações solicitadas encontram-se, por exemplo, a descrição de fatores de risco, descrição dos negócios, processos produtivos e mercados, análise e discussão de sua administração a respeito das demonstrações financeiras etc.

Um prospecto mais completo fornece maior número de subsídios para o processo de precificação das ações, aumentando a precisão da análise.

SAÍDA DO NOVO MERCADO

RESCISÃO DO CONTRATO

Está prevista, no Regulamento de Listagem, a possibilidade de uma empresa do Novo Mercado solicitar a sua deslistagem do segmento, indo para o mercado tradicional. Esse fato representa a rescisão do Contrato.

IMPLICAÇÕES

A principal implicação é a empresa não estar mais obrigada a cumprir os requisitos do Regulamento. Isso quer dizer que os investidores não terão mais garantido o conjunto de compromissos assumidos anteriormente pela empresa, por seus controladores e administradores.

Em função desse fato, há procedimentos específicos de saída, com mecanismos de “compensação” pela perda dos direitos societários. A saída do Novo Mercado implica a aprovação da decisão por uma assembléia geral, comunicação com antecedência de 30 dias à BOVESPA e realização de uma oferta pública de compra das ações que se encontram em circulação pelo valor econômico.

BENEFÍCIOS

A decisão das empresas de listarem-se no Novo Mercado traz benefícios aos investidores, a elas próprias e fortalece o mercado acionário como alternativa de investimento.

INVESTIDORES

- maior precisão na precificação das ações;
- melhora do processo de acompanhamento e fiscalização;
- maior segurança quanto aos seus direitos societários;
- redução de risco.

EMPRESAS

- melhora da imagem institucional;
- maior demanda por suas ações;
- valorização das ações;
- menor custo de capital.

MERCADO ACIONÁRIO

- aumento de liquidez;
- aumento de emissões;
- canalização da poupança na capitalização das empresas.

BRASIL

- empresas mais fortes e competitivas;
- dinamização da economia.

INICIATIVAS DA BOVESPA

Visando a dar maior destaque aos compromissos assumidos pelas empresas que aderirem ao Novo Mercado e, ao mesmo tempo, facilitar a identificação por parte dos investidores, a BOVESPA desenvolveu uma série de medidas operacionais. Entre elas, destacam-se:

- identificação diferenciada dos códigos de negociação das companhias listadas no Novo Mercado: NM;
- identificação diferenciada em todos os meios de difusão da BOVESPA: painéis no pregão, BDI (Boletim Diário de Informações), MEGA BOLSA;
- *site* da BOVESPA na Internet, no qual estão todas as informações enviadas à BOVESPA pelas empresas do Novo Mercado;
- ampla divulgação, aos investidores nacionais e estrangeiros, sobre a adesão das empresas ao Novo Mercado;
- participação das ações das empresas no IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada. O IGC é um índice ponderado por:

- um fator crescente conforme o segmento de listagem, Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado;
- valor de mercado das empresas com base nas ações em circulação.

A íntegra do Regulamento do Novo Mercado e do Regulamento de Arbitragem pode ser obtida no *site* www.bovespa.com.br

Para informações adicionais, consulte o *site* www.bovespa.com.br Gerência de Desenvolvimento de Empresas – GDE Tels.: (11) 3233-2341/2371/2003/2004
E-mail: novomercadobovespa@bovespa.com.br

ATENÇÃO

Este texto não é uma recomendação de investimento.

Para mais esclarecimentos, sugerimos a leitura de outros folhetos editados pela BOVESPA.

Procure sua Corretora. Ela pode ajudá-lo a avaliar os riscos e benefícios potenciais das negociações com valores mobiliários.

Publicação da Bolsa de Valores de São Paulo. É expressamente proibida a reprodução de parte ou da totalidade de seu conteúdo, mediante qualquer forma ou meio, sem prévia e formal autorização, nos termos da Lei n.º 9.610/98.

Atualizado em maio/2002.

Para investir no mercado de ações, procure sempre uma Corretora Membro da BOVESPA.

BOVESPA - BRASIL
Rua XV de Novembro, 275.
01013-001 - São Paulo - SP
Tels.: (11) 3233-2341/2371
Fax: (11) 3233-2051
www.bovespa.com.br
novomercadobovespa@bovespa.com.br