

**FUNDAÇÃO EDSON QUEIROZ
UNIVERSIDADE DE FORTALEZA – UNIFOR**

LINDENBERG ARAÚJO ARAGÃO

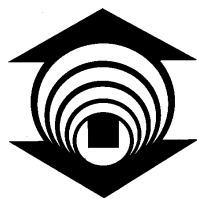
**O PROCESSO DE IMPLEMENTAÇÃO DE MELHORES
PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTUDO
DE CASO EM UMA INDÚSTRIA CEARENSE**

**Fortaleza
2008**

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.



**FUNDAÇÃO EDSON QUEIROZ
UNIVERSIDADE DE FORTALEZA – UNIFOR**

LINDENBERG ARAÚJO ARAGÃO

**O PROCESSO DE IMPLEMENTAÇÃO DE MELHORES
PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTUDO
DE CASO EM UMA INDÚSTRIA CEARENSE**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado em Administração de Empresas da Universidade de Fortaleza, como requisito parcial para obtenção do Título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientadora: Prof.^{ra} D.^{ra} Vera Maria Rodrigues Ponte

Fortaleza
2008

A659p Aragão, Lindenberg Araújo.
O processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa : estudo de caso em uma indústria cearense / Lindenberg Araújo Aragão. - 2008.
189 f.

Cópia de computador.
Dissertação (mestrado) – Universidade de Fortaleza, 2008.
“Orientação : Profa. Dra. Vera Maria Rodrigues Ponte.”

1. Governança corporativa. 2. Administração de empresas. I. Título.

CDU 658.29

LINDENBERG ARAÚJO ARAGÃO

**O PROCESSO DE IMPLEMENTAÇÃO DE MELHORES
PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTUDO
DE CASO EM UMA INDÚSTRIA CEARENSE**

Dissertação julgada e aprovada para obtenção do Título de Mestre em
Administração de Empresas pela Universidade de Fortaleza.

Área de concentração: Estratégia e Gestão Organizacional
Linha de pesquisa: Estratégia Empresarial

Data de aprovação: 04/08/2008

Banca examinadora:

.....
Prof.^{ra} D.^{ra} Vera Maria Rodrigues Ponte (Orientadora Unifor)

.....
Prof.^{ra} D.^{ra} Marcelle Colares Oliveira (Membro Unifor)

.....
Prof.^{ra} D.^{ra} Márcia Martins Mendes De Luca (Membro UFC)

À minha esposa, Fátima, e aos meus filhos,
Eduardo, Assis e Lindenberg Júnior, que são
meus valores mais preciosos.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela minha vida, pela Sua presença constante no meu dia-a-dia e por me dar coragem e sabedoria para a realização deste estudo.

À minha família, pelo apoio incondicional, pelo incentivo e pela compreensão, que, nos momentos de desânimo, foram fundamentais para o restabelecimento da confiança e da força para seguir em frente.

À minha orientadora, a professora Vera Maria Rodrigues Ponte, pela dedicação, pelo comprometimento na condução do estudo, pelo incentivo e, principalmente, pelo estímulo e gosto pelo tema, que me foram transferidos.

À professora Marcelle Colares Oliveira, membro da banca examinadora, pelas sugestões e pelo apoio dispensado durante a construção da dissertação.

À professora Márcia Martins Mendes De Luca, da UFC, membro da banca, pelas prestimosas contribuições à pesquisa.

A cada um dos professores da Unifor com os quais convivi, pelos conhecimentos e pela experiência que me foram transmitidos.

A todos os colegas da Turma XII, com os quais tive o privilégio de conviver durante um ano inteiro, pelo apoio nas horas de dificuldade, pelos momentos saudáveis e de camaradagem, e principalmente por tudo que com eles aprendi.

À direção do Grupo M. Dias Branco e à equipe de Relações com Investidores e de Controladoria, pela inestimável atenção e apoio, sem os quais esta pesquisa não poderia ser realizada.

ARAGÃO, Lindenberg Araújo. *O Processo de Implementação de Melhores Práticas de Governança Corporativa: estudo de caso em uma indústria cearense*. 2008. 197 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de Fortaleza. Fortaleza: UNIFOR, 2008.

Perfil do autor: Graduado em Administração de Empresas, com Habilitação em Comércio Exterior, pela Faculdade Integrada do Ceará (FIC).

RESUMO

Boas práticas de governança corporativa são, a cada dia que passa, mais relacionadas às idéias de criação de valor para o acionista, aumento da confiança do investidor, promoção do desenvolvimento econômico e fortalecimento do mercado de capitais. Acredita-se que essas idéias estejam entre as razões do crescimento observado no número de empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa (MPGC) em todo o mundo. Este estudo tem por objetivo investigar o processo de adequação às MPGC nas empresas, identificando as motivações, etapas de sua implementação, benefícios auferidos e barreiras enfrentadas durante o processo. Para a consecução desse objetivo a empresa escolhida foi a M. Dias Branco, na qual investigou-se também o atual nível de adequação da empresa às MPGC. A pesquisa caracteriza-se como bibliográfica e exploratória, de cunho qualitativo, por meio de estudo de caso único. A primeira fase do estudo compreende um amplo estudo bibliográfico sobre governança corporativa, seguido de entrevistas junto a cinco especialistas do mercado de capitais, para validação dos fatores motivacionais e barreiras identificadas na literatura, além da aplicação do pré-teste. A segunda fase da pesquisa compreende pesquisa de campo, durante a qual foram entrevistados cinco diretores da empresa selecionada para o estudo. A análise dos dados levantados possibilitou identificar oito motivações: a) perpetuar a empresa; b) garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais; c) profissionalizar a empresa; d) agregar valor aos acionistas; e) viabilizar a abertura de capital; f) possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores; g) viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais; e h) melhorar a imagem institucional. Dentre as etapas do processo de implementação, destacam-se: a) reestruturação societária; b) criação de comitês no conselho de administração; c) criação da área de relações com investidores (RI) e de uma seção para os investidores no *website* da empresa; d) abertura de capital na Bovespa, com adesão aos Níveis Diferenciados de governança; e) contratação de auditoria independente; e f) instalação do conselho fiscal. No curso da pesquisa, apenas uma barreira foi identificada: resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência. No conjunto dos benefícios auferidos em decorrência da adoção de MPGC, sobressaem: a) melhor imagem; b) mudança cultural na mente das pessoas; c) maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores; d) ingresso dos conselheiros independentes e sua participação ativa em comitês, enriquecendo as discussões do conselho de administração; e e) utilização do mercado como parceiro para monitorar negócios. E, finalmente, verificou-se que a M. Dias Branco adota 68,81% das práticas de governança corporativa sugeridas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

Palavras-Chave: Governança Corporativa. Melhores Práticas de Governança. Novo Mercado.

ABSTRACT

The good practices of corporate governance are more and more related to ideas of value creation for the shareholder, increase in investors' trust, and the promotion of economic development and strengthening of the capital market. It is believed that these ideas are among the reasons for the growth observed in the number of companies that adopt the Best Practices of Corporate Governance (BPCG) throughout the world. This study aims to investigate the process of adaptation to BPCG in enterprises, identifying the motivations, the stages of implementation, the profits and barriers encountered during this process. The company chosen as case study to achieve this goal was M Dias Branco in which it was also investigated its current level of adaptation to BPCG. This research can be characterized as bibliographical and exploratory, of qualitative nature, by means of one case study. The first phase of the study comprehends a large bibliographical study about corporate governance, followed by interviews with five specialists on the capital market, for the validation of the motivational factors and barriers identified in the literature, as well as the application of the pre-test. The second phase of the research comprehends the field research, in which five directors of the selected study company were interviewed. The analysis of the collected data enabled the identification of eight motivations: a) perpetuating the company; b) guaranteeing greater transparency and relationship with the capital market; d) adding value for shareholders; e) enable the opening of capital; f) enabling greater patrimonial diversification for controlling shareholders; g) enabling the entrance of strategic partners and institutional investors; and h) improving institutional image. Among the steps in the implementation process, the highlights are: a) societal re-structuring; b) creation of committees in the administration council; c) creation of the area of investor relationships (IR) and a section for investors on the company website; d) capital opening at Bovespa, with entrance in the Differentiated Levels of governance; e) hiring of independent auditors; and f) establishment of a fiscal council. During the course of the research, only one barrier was identified: cultural resistance to measures that aim at guaranteeing greater transparency. Among the acquired benefits in the adoptions of BPCG, the highlights are: a) better image; b) cultural change in people's minds; c) greater patrimonial diversification for controlling shareholders; d) entrance of independent counselors and their active participation in committees, enhancing discussions of the administration council; and e) employment of the market as a partner in the monitoring of business. And, finally, it was observed that M. Dias Branco adopts 68,81% of the corporate governance practices suggested by the Brazilian Institute of Corporate Governance.

Key words: Corporate Governance. Best Practices of Governance. New Market.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

QUADROS

1	Grandes crises empresariais provocadas por má governança corporativa.....	27
2	Principais motivações para adoção de melhores práticas de governança corporativa	77
3	Principais etapas do processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa.....	87
4	Principais barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa	91
5	Similaridade entre motivações e benefícios.....	93
6	Principais benefícios decorrentes da adoção de melhores práticas de governança corporativa.....	97
7	Resumo do questionário do IBGC.....	102
8	Situações relevantes para diferentes estratégias de pesquisa.....	105
9	Práticas de governança corporativa relativas à propriedade.....	146
10	Práticas de governança corporativa relativas ao conselho de administração.....	149
11	Práticas de governança corporativa relativas à gestão.....	150
12	Práticas de governança corporativa relativas à auditoria independente.....	151
13	Práticas de governança corporativa relativas ao conselho fiscal.....	152
14	Práticas de governança corporativa relativas a conduta e conflito de interesses	152

LISTA DE TABELAS

1	Mercados de listagem da Bovespa.....	65
2	Frequência de citação das motivações para adoção de melhores práticas de governança corporativa.....	121
3	Graus de importância das motivações para adoção de melhores práticas de governança corporativa.....	128
4	Frequência de citação das etapas do processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa.....	131
5	Graus de importância das etapas do processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa.....	136
6	Frequência de citação das barreiras ao processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa.....	137
7	Graus de importância das barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa.....	139
8	Frequência de citação dos benefícios decorrentes da adoção de melhores práticas de governança corporativa.....	141
9	Graus de importância dos benefícios auferidos em decorrência da adoção de melhores práticas de governança corporativa.....	145
10	Nível de adequação de melhores práticas de governança corporativa na empresa M. Dias Branco.....	153

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
1 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	16
1.1 Teoria da Agência no Contexto da Governança Corporativa.....	16
1.2 Conceitos e Valores da Governança Corporativa.....	20
1.3 Os Três Marcos Históricos da Governança Corporativa.....	22
1.4 Governança Corporativa: importância e atualidade do tema.....	25
1.4.1 A Lei Sarbanes-Oxley.....	29
1.5 Governança Corporativa no Brasil.....	33
1.5.1 O Mercado de Capitais.....	33
1.5.2 Os Anos 90 e a Nova Orientação Estratégica.....	37
1.5.3 A Lei n. 6.404/76 e a Lei das Sociedades por Ações (10.303/01).....	41
1.5.4 A Atuação do BNDES.....	44
2 PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	52
2.1 Código das Melhores Práticas do IBGC.....	53
2.2 Cartilha de Governança Corporativa da CVM.....	60
2.3 A Bovespa e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.....	64
3 O PROCESSO DE IMPLEMENTAÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	70
3.1 Motivações para Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa.....	71
3.2 Etapas de Implementação de Melhores Práticas de Governança Corporativa – Estudos de Caso no Brasil.....	77
3.2.1 Estudos de Caso – IBGC.....	78
3.2.2 Estudos de Caso – IFC.....	82
3.3 Barreiras à Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa.....	88
3.4 Benefícios Decorrentes da Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa.....	92
3.5 Práticas de Governança Corporativa.....	97
4 METODOLOGIA DA PESQUISA.....	103
4.1 Caracterização da Pesquisa.....	103
4.2 Estudo de Caso como Estratégia de Pesquisa.....	104
4.3 Unidades de Análise.....	106
4.4 Coleta de Dados.....	107
4.4.1 Princípios da Coleta de Dados.....	108
4.5 Tratamento e Análise dos Dados.....	112
4.5.1 Análise de Conteúdo.....	113
4.5.2 Temáticas e Categorias Eleitas no Processo de Adequação às Melhores Práticas de Governança Corporativa na empresa M. Dias Branco.....	114
5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS DA PESQUISA.....	116
5.1 O Caso M. Dias Branco.....	116
5.2 Motivações para Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa.....	120
5.3 Etapas do Processo de Implementação de Melhores Práticas de Governança Corporativa.....	129
5.4 Barreiras à Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa.....	136
5.5 Benefícios Decorrentes da Adoção de Melhores Práticas de Governança	

Corporativa.....	140
5.6 Nível de Adequação às Melhores Práticas de Governança Corporativa.....	146
CONCLUSÃO.....	154
REFERÊNCIAS.....	158
APÊNDICE A – PROTOCOLO DE PESQUISA.....	169
APÊNDICE B – PROTOCOLO DE ANÁLISE DE DADOS.....	171
APÊNDICE C – QUESTIONÁRIO.....	174
APÊNDICE D – ROTEIRO DE ENTREVISTA – ESPECIALISTAS.....	179
APÊNDICE E - ROTEIRO DE ENTREVISTA – CEO.....	182
APÊNDICE F - ROTEIRO DE ENTREVISTA - GESTOR	
CONTROLADORIA.....	184
APÊNDICE G - ROTEIRO DE ENTREVISTA GESTOR – RELAÇÕES	
COM INVESTIDORES.....	186
APÊNDICE H - ROTEIRO DE ENTREVISTA GESTOR –	
DESENVOLVIMENTO ORGANIZACIONAL.....	188
APÊNDICE I – RELAÇÃO ENTRE AS PERGUNTAS DAS	
ENTREVISTAS E OS OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	190
ANEXO A - QUESTIONÁRIO DE ADEQUAÇÃO ÀS MELHORES	
PRÁTICAS DE GOVERNANÇA DO IBGC (2006a).....	193

INTRODUÇÃO

Nos últimos vinte anos, a necessidade de adoção de boas práticas de governança corporativa tem sido um dos temas centrais no meio corporativo. Governança corporativa é um tema abrangente, e na gênese do seu conceito estão os sistemas de relacionamento de atores com interesses conflitantes: os problemas deles decorrentes, mais conhecidos como conflitos de agência, bem como os mecanismos que comandam o processo decisório nas organizações.

Acredita-se que o tema tenha alcançado notoriedade devido às evidências de que boas práticas de governança corporativa têm efeito positivo sobre o desempenho das organizações. Estudos de Silveira (2002), Carvalho (2003), Srour (2005), Rogers (2006), Bridge (2006) e Mello (2007) têm investigado essa hipótese e confirmam a existência de correlação positiva entre a utilização de Melhores Práticas de Governança Corporativa (MPGC) e a geração de valor e retorno sobre investimentos.

A conscientização dos empresários acerca da importância da adoção de boas práticas de governança corporativa começou a ganhar espaço devido aos escândalos financeiros em grandes corporações nos Estados Unidos e na Inglaterra nas décadas de 1980 e 1990, culminando em 2001 com o caso Enron e no ano seguinte com o caso WorldCom, os quais evidenciaram a necessidade de novas práticas de gestão, de maneira a assegurar maior transparência, segurança e credibilidade ao mercado de capitais.

Nos últimos quinze anos intensificou-se a mobilização pela governança corporativa, devido a pressões de acionistas, investidores, fundos de pensão e outros grupos de interesse, espalhando-se em seguida por outros países. Na opinião de Lodi (2000), um exemplo notável disso foi o ativismo do California Public Employees Retirement System (Calpers), o maior fundo de pensão pública do mundo, que utilizava a técnica de intimidação – ameaçava publicar na lista de inadimplentes as empresas que não se enquadrassem nos Códigos de Melhores Práticas.

De uma forma geral, o estudo da governança corporativa associa-se, em primazia, aos conflitos de agência, que ocorrem em razão dos diferentes interesses de acionistas e administradores. Trata-se de uma relação na qual uma pessoa (principal) contrata outra (agente) para cuidar de seus interesses, envolvendo a delegação de autoridade para o agente (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308).

No Brasil, o movimento pela governança corporativa teve início em 1995, com a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que em 1999 passou a denominar-se Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Além da criação do IBGC, a efetividade daquela mobilização apoiou-se em iniciativas institucionais e governamentais, como a criação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, a edição da Lei n. 10.303/01, que reformou a Lei das Sociedades por Ações (6.404/76), e o lançamento da cartilha de Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre Governança Corporativa, em 2002. Outro fato que impulsionou o movimento foi a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa “1” e “2”, pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no ano 2000.

Dados da Bovespa (2007a) informam que em 2001, apenas 18 companhias haviam colocado suas ações no Nível 1 de governança corporativa. O cenário atual é bastante diferente, segundo a Bovespa (2008a), verificando-se uma tendência de crescimento do número de empresas que procuram aderir às boas práticas de governança corporativa. De acordo com a Bovespa (2008b), entre 2006 e 2007 o número de empresas listadas no Novo Mercado e nos Níveis Diferenciados cresceu 65,9%, pulando de 94 para 156. Em relação ao número de empresas listadas, conforme informa a Bovespa (2008a), as empresas listadas para negociação em mercados de bolsa em fevereiro de 2008 totalizavam 449, sendo 292 no Mercado Tradicional, 93 no Novo Mercado, 20 no Nível 2 e 44 no Nível 1 de governança corporativa da Bovespa.

As razões para essa crescente adesão aos segmentos diferenciados da Bovespa advêm da confiança de que empresas usuárias de MPGC têm suas ações positivamente relacionadas com o grau de segurança e proteção dispensados aos acionistas minoritários. Estudos de La Porta et al. (1998) e Black (2000) confirmam essa hipótese, ao revelarem que empresas localizadas em países com elevados padrões de proteção a acionistas minoritários possuem maior valor de mercado. Esses aspectos têm conduzido à idéia de que outros benefícios

decorrentes dessas práticas, como retorno sobre investimentos, diminuição da exposição de retornos das ações a fatores macroeconômicos e menor custo de capital, são naturalmente agregados a essas empresas, corroborando assim a perspectiva de que os investidores estão mais dispostos a adquirir ações de empresas que adotam MPGC (MCKINSEY & KORN/FERRY INTERNATIONAL, 2001; CARVALHO, 2003; VIEIRA; MENDES, 2004; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; ROGERS, 2006; QUENTAL, 2007).

Algumas pesquisas têm procurado medir o desempenho superior da carteira de ações de empresas atreladas ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) em relação a outros índices (LIMA; TERRA, 2004; ROGERS, et al., 2005). Nesse sentido, Coutinho et al. (2003) realizaram uma análise comparativa de rentabilidade do IGC em relação a dois índices de mercado (Ibovespa e IBrX-100), por meio de um estudo de evento no qual coletaram os fechamentos semanais dos três índices no período de 06/07/2001 a 31/01/2003, utilizando o *Capital Assets Price Model* (CAPM). Os resultados revelaram que a carteira composta por ações de empresas que utilizam o IGC apresentou rentabilidade superior em relação aos índices aos quais foram comparados. Os autores concluem que esses resultados podem ser um indício de que é vantajoso para o investidor aplicar em empresas comprometidas com MPGC.

Nesse contexto, em que a Bovespa tem incentivado cada vez mais a abertura de capital e novas emissões como forma de financiamento das empresas, considerando-se ainda que a governança corporativa e suas práticas se apresentam para as empresas como instrumentos de geração de valor e retorno sobre o capital investido, melhorando a precificação de suas ações, surgiram os seguintes questionamentos: Que motivos levam as empresas à adoção de melhores práticas de governança corporativa? Quais benefícios essas práticas trazem para as empresas aderentes? Que barreiras as empresas enfrentam no processo de adoção melhores práticas de governança corporativa?

Diante desse quadro e dos questionamentos levantados, surgiu o seguinte problema de pesquisa: como ocorre o processo de adequação das empresas às melhores práticas de governança corporativa?

No sentido de se encontrar respostas para o problema de pesquisa, elaborou-se o presente estudo, que tem como principal objetivo investigar o processo de adequação às

melhores práticas de governança corporativa nas empresas, identificando as motivações, etapas de sua implementação, benefícios auferidos e barreiras enfrentadas durante o processo.

Trata-se de uma pesquisa exploratória de cunho qualitativo, realizada com apoio de uma pesquisa bibliográfica por meio de estudo de caso único na empresa M. Dias Branco. Para a coleta de dados utilizou-se a entrevista não estruturada e questionários com perguntas fechadas e abertas com escala Likert e Osgood et al. (1957 apud MATTAR, 1996, p. 990), e questionário estruturado. Para as análises dos dados, utilizou-se análise de conteúdo, conforme Bardin (1977), e técnica de análise de distribuição de frequência.

Para consecução do objetivo geral e solução do problema de pesquisa foram elaborados os seguintes objetivos específicos:

1. identificar as razões que levam a empresa M. Dias Branco à adoção de melhores práticas de governança corporativa;
2. conhecer as principais etapas percorridas pela empresa M. Dias Branco durante a implantação das atuais práticas de governança corporativa;
3. analisar as principais barreiras à adoção de melhores práticas governança corporativa na empresa M. Dias Branco;
4. relacionar os benefícios auferidos em decorrência da adoção das melhores práticas de governança corporativa pela empresa M. Dias Branco;
5. identificar o atual nível de adequação da empresa M. Dias Branco às melhores práticas de governança corporativa.

A motivação para este estudo deve-se à crescente visibilidade e interesse que nos últimos anos a governança corporativa vem despertando em empresas, governos e países, inclusive no Brasil. No Ceará, essa realidade já começa a se manifestar. Atualmente, algumas empresas já entendem a importância e os benefícios que um bom sistema de governança corporativa pode gerar. São sete as empresas cearenses listadas na Bovespa (uma no mercado

de balcão não organizado, três no mercado tradicional, uma no Nível 1 e duas no Novo Mercado), daí o interesse do autor em investigar o assunto.

Ao aprofundar o estudo do processo de adoção de MPGC, entender as principais fases para sua implantação, conhecer as motivações que levaram a essa decisão, os benefícios auferidos em razão da adoção de tais práticas, bem como os obstáculos enfrentados nesse trajeto, este estudo se propõe a contribuir para que outras empresas possam encontrar, nos resultados levantados, respostas para seus questionamentos em relação à decisão sobre a adesão às MPGC.

A presente dissertação foi dividida em cinco seções, além da Introdução. A primeira delas apresenta o tema *governança corporativa*, ressalta a sua importância, principais conceitos e marcos teóricos. Traz ainda um breve histórico sobre a evolução do tema no país, o desenvolvimento do mercado de capitais, as principais leis e os órgãos reguladores.

A segunda seção disserta sobre as principais práticas brasileiras de governança corporativa sugeridas pelo IBGC, pela CVM e pela Bovespa.

A terceira seção aborda estudos acerca da experiência de empresas brasileiras que implementaram boas práticas de governança corporativa, bem como estudos que mostram as motivações que levam à adoção dessas práticas, as principais etapas percorridas para a sua implementação, os benefícios decorrentes da sua utilização, as barreiras enfrentadas durante o processo de sua implementação, bem como apresenta os principais estudos sobre o uso de índices de governança corporativa.

A quarta seção trata da metodologia da pesquisa, procurando demonstrar os procedimentos metodológicos empregados no desenvolvimento do estudo, de modo a possibilitar o alcance dos objetivos propostos e a análise dos resultados.

Na quinta seção, são analisados os resultados do estudo de caso da empresa M. Dias Branco sobre o processo de adequação às MPGC em relação às suas motivações, principais etapas percorridas durante o processo, as barreiras enfrentadas, os principais benefícios auferidos em decorrência dessa adoção, bem como apresenta as principais práticas de governança corporativa em uso pela companhia.

1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Esta seção apresenta uma visão geral sobre governança corporativa. Traz, também, uma síntese do problema de agência, importância e principais conceitos do tema *governança corporativa*. Adicionalmente, abordam-se a chegada e a evolução da governança corporativa no país, as características do mercado de capitais e as principais iniciativas institucionais e governamentais que contribuíram para melhoria das práticas de governança no contexto nacional.

1.1 Teoria da Agência no Contexto da Governança Corporativa

Na obra *The Wealth of Nations*, publicada em 1776, Adam Smith falava sobre a maneira negligente e perdulária dos administradores que ao cuidar do dinheiro alheio não o faziam da mesma forma como fariam com o seu próprio. Naquela época, Smith levantava o problema existente na estrutura de propriedade e controle, atualmente conhecido como “problema de agência” (OKIMURA, 2003).

Em 1932, ou seja, mais de um século e meio depois, o assunto voltou a ser abordado por Berle e Means. Esses pesquisadores encontravam-se à frente de um projeto de pesquisa em ciências sociais da Social Science Research Council of America, que tinha o objetivo de estudar as tendências recentes no desenvolvimento da grande empresa americana moderna. Berle e Means (1987) comentam o processo de dispersão do controle das grandes companhias em decorrência da pulverização do capital. Esse fenômeno provocou profundas mudanças nas corporações, como, por exemplo, a separação entre a propriedade e a administração e a substituição dos fundadores-proprietários por executivos contratados.

As conseqüências desses fatos assumiam um tom dramático, porquanto atingiam diretamente uma das instituições mais tradicionais dos Estados Unidos, “a propriedade privada”, envolvendo a sociedade como um todo. Como enfatizam Berle e Means (1987), no

prefácio da citada obra, “era evidente que a sociedade anônima havia deixado de ser um dispositivo privado das firmas e se transformado numa instituição”.

Berle e Means (1987, p. 27), então, chegaram à conclusão de que a propriedade industrial americana, por meio do dispositivo de ações, era lançada num funil coletivo onde o proprietário individual perdia muito terreno com a criação de uma série de enormes oligarquias industriais.

Essa situação descrita por Berle e Means (1987) caracterizava-se por três importantes aspectos: i) predomínio crescente da forma de sociedade anônima; ii) poder de decisão cada vez maior de seus administradores; e iii) postura cada vez mais passiva dos acionistas. A conjugação desses fatores gerou um fenômeno que Berle e Means chamaram de “o divórcio ente a propriedade e a gestão”, que os levou a questionar seriamente se os princípios básicos e tradicionais da propriedade ainda se aplicavam ou se ainda eram válidos.

O efeito que esses fatores provocavam no sistema de propriedade dos Estados Unidos pode ser percebido no relato de Berle e Means (1987, p. 3):

o deslocamento de cerca de dois terços da riqueza industrial do país da propriedade individual para a propriedade privada de grandes empresas financiadas pelo público transforma radicalmente a vida dos proprietários, a vida dos trabalhadores e as formas de propriedade. O divórcio entre propriedade e o controle, resultante desse processo, envolve quase necessariamente uma nova forma de organização econômica da sociedade.

As causas do fenômeno, em grande parte, tinham origem no crescente nível tecnológico e no gigantismo das grandes corporações americanas da época. Esses acontecimentos mudaram a estrutura de poder nas empresas, e, com isso, já não era mais possível manter o controle nas mãos de um único dono. Como consequência, deu-se a pulverização da propriedade em larga escala, o que levou ao fortalecimento dos administradores que podiam agir em seus próprios interesses e não mais em benefício dos proprietários.

Dentre as diversas citações de Berle e Means, não é difícil extrair algumas que retratem essa situação. Em uma delas, os autores comentam as consequências da separação entre a administração e a propriedade, que fazia com que os diretores das empresas, embora outorgados e colocados nesses cargos pelos proprietários para atuar em seu nome, agiam como se as empresas suas fossem (BERLE; MEANS, 1987, p. 4):

mais de 90% da produção do país se deve a mais de um milhão de empresas. Em todas elas, a administração está teoricamente desligada da propriedade. Os diretores das sociedades anônimas são seus “proprietários”, não são representantes dos acionistas e não são obrigados a seguir suas instruções.

Os principais estudos que tratam da teoria da agência vinculam-se a Berle e Means (1932), Ross (1973), Jensen e Meckling (1976), Klein (1983) e Jensen e Meckling (1994). A teoria discute a separação entre a propriedade e a administração das empresas, colocada pioneiramente por Berle e Means (1932). Quatro décadas depois, Ross (1973) estudou as dificuldades de alinhamento entre os interesses de gestores e acionistas, com ênfase na influência do interesse próprio sobre os interesses de terceiros.

Jensen e Meckling (1976) aprofundaram o debate sobre a teoria da agência, detalhando os problemas derivados do conflito de interesses entre aqueles que detêm a propriedade e seus representantes, a quem é confiada a direção do empreendimento. Para Jensen e Meckling (1976, p. 308), a relação de agência é definida como “um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) nomeia outra pessoa (o agente) para exercer alguns serviços em seu nome, envolvendo a delegação de autoridade para o agente”.

Mais tarde, outros estudos procurariam explicar as origens dos conflitos de agência. Klein (1983), abordando a inexistência do contrato completo, e Jensen e Meckling (1994), discutiram a inexistência do agente perfeito.

A proposição de Klein (1983, p. 367) “é de que no mundo real, diferentemente do modelo econômico tradicional, contratos completos que conseguem prever as contingências e redutores de custos não existem”. Na visão do autor, os contratos são incompletos por duas razões: a primeira é que, dado o grande número de contingências verificadas no mundo corporativo, seria altamente dispendioso avaliar as possíveis situações para as partes envolvidas no contrato; a segunda é que os contratos são incompletos porque há dificuldade de medir e especificar o objeto do contrato.

Já o estudo de Jensen e Meckling (1994), aborda a conduta dos agentes. Nesse estudo, os autores desenvolveram um modelo que justifica o comportamento humano segundo o qual os indivíduos são motivados a maximizar uma função utilidade que leva o indivíduo a agir em primeiro lugar em seus próprios interesses. Como assinalam Andrade e Rossetti (2006),

“dificilmente objetivos alheios movem as pessoas a serem tão eficazes quanto o são para a consecução de seus próprios interesses”. A aceitação dessa hipótese levou ao axioma colocado por Jensen e Meckling (1994): a inexistência do agente perfeito.

Devido à impossibilidade de se estabelecerem contratos completos, outorgou-se aos gestores o direito de tomar decisões em resposta a eventos inesperados, isto é, o direito residual de controle para tomar decisões em situações de contingência. Essa condição outorgada é definida como “juízo gerencial”. Como os executivos são mais afeitos ao negócio do que os acionistas, criam-se condições para um comportamento oportunístico por parte dos executivos, gerando assim os conflitos de agência (ANDRADE; ROSSETTI, 2006 p. 86; SILVEIRA, 2002, p. 15).

Numa situação real, o problema de agência ocorre em decorrência dos diferentes interesses entre administradores e acionistas. De um lado, acionistas (principal) almejam, por exemplo, um novo investimento visando maximizar o valor da empresa, enquanto do outro, executivos (agente) podem adotar estratégias defensivas baseadas em preferências pessoais, deixando de lado estratégias de riscos mais altos (ROSS et al., 2002), já que executivos buscam em primeiro lugar o benefício pessoal, e não o crescimento do valor da companhia, objetivo principal dos acionistas.

Nesse sentido, segundo Rabelo e Silveira (1999, p. 6),

um sistema de governança corporativa emerge justamente para procurar resolver o problema de agência oriundo da separação da propriedade do controle das corporações. Na medida em que uma grande corporação tem sua propriedade pulverizada e seu controle entregue a executivos não proprietários, coloca-se o problema de como garantir que o comportamento desses executivos esteja afinado com a maximização do valor para os acionistas.

Carvalho (2002) resume essa situação explanando que, em muitas ocasiões os interesses de acionistas e executivos são conflitantes, facilitando a ocorrência de ação oportunista por parte do gestor. A governança corporativa apresenta-se como instrumento capaz de interferir em favor das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo.

1.2 Conceitos e Valores da Governança Corporativa

A governança corporativa, com outra denominação, existe há mais de cinquenta anos, e vem passando por uma evolução (LODI, 2000, p. 26). O termo governança tem uma abrangência ampla, envolvendo áreas como economia, sociologia, direito e administração, com fundamentos e princípios sólidos, em razão do que admite uma grande variedade de conceitos.

Apesar dessa diversidade, os conceitos podem ser reunidos em quatro grupos, de acordo com suas partes comuns, como na proposição de Andrade e Rossetti (2006, p. 138): 1) governança como guardião dos direitos; 2) governança como sistema de relações; 3) governança como estrutura de poder; e 4) governança como sistema normativo.

O primeiro grupo compõe-se de definições que enfatizam os direitos dos agentes com interesse no negócio. Williamson (1996) e OECD (1999) são representantes dessa abordagem. Segundo Williamson (1996), “a governança corporativa trata de assuntos relacionados à justiça, à transparência e à responsabilidade das empresas, buscando o melhor interesse do negócio e da sociedade”.

Já a definição de governança corporativa da OECD está contida no preâmbulo do documento *Principles of Corporate Governance*, publicado em Paris, em 1999 (OECD, 1999, p. 2):

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 às questões corporativas.

O segundo conjunto de definições de governança corporativa diz respeito aos sistemas de relacionamento existentes na empresa. Nessa categoria destacam-se as definições do IBGC (2006b), de Lethbridge (1997) e de Lodi (2000):

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 sua perenidade (IBGC, 2006b, p. 37).

De acordo com Lethbridge (1997, p. 2):

um sistema de governança corporativa é composto pelo conjunto de instituições, regulamentos e convenções culturais que rege a relação entre as administrações das empresas e os acionistas ou outros grupos às quais as administrações, de acordo com o tipo de modelo, devem prestar contas.

De acordo com Lodi (2000), “governança corporativa é um novo nome para o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa liderados pelo conselho de administração”.

O terceiro grupo trata dos sistemas de governo, da estrutura de poder que existe no interior das organizações. Como exemplo, pode-se citar o Relatório Cadbury, que coloca ênfase no sistema de valores e de poder: Governança corporativa é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas, segundo Cadbury (1999).

E por último, um quarto grupo de definições caracteriza-se pelo enfoque nos sistemas normativos das empresas. Dentro dessa linha de pensamento pode-se citar a definição de Cadbury (1999).

a governança corporativa é expressa por um sistema de valores que rege as organizações, em sua rede de relações internas e externas. Ela então reflete os padrões da companhia, os quais, por sua vez, refletem os padrões de comportamento da sociedade.

Pelo exposto, conclui-se que a governança corporativa é um sistema de monitoramento guiado por um conjunto de práticas, dentro das quais se inserem direitos e relacionamentos das partes interessadas, exercício de poder e direção. Além disso, é fato que tudo isso é exercido visando ao bom desempenho das organizações, para proteger todas as partes interessadas contra ações indesejadas que venham a ser praticadas por pessoas ou agentes que permeiam as organizações, segundo um sistema normativo emanado de princípios éticos e de responsabilidade corporativa.

Finalmente, é válido destacar uma das mais importantes dimensões da governança corporativa: os valores que lhe dão sustentação, amarrando concepções, práticas e processos da alta gestão. Os valores são *fairness*, *disclosure*, *accountability* e *compliance*.

- ***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, e também na presença ativa nas assembleias gerais;
- ***Disclosure*** – transparência das informações, especialmente daquelas de alta relevância, que impactam os negócios e envolvem resultados, oportunidades e riscos;
- ***Accountability*** – prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, fundamental para a confiabilidade da gestão; e
- ***Compliance*** – conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos regimes internos e nas instituições legais do país.

1.3 Os Três Marcos Históricos da Governança Corporativa

Embora as questões que envolvem a governança corporativa e suas práticas já se manifestassem nos anos 30, quando se iniciaram os processos de dispersão do capital e de separação da propriedade e da gestão, somente nas duas últimas décadas ganharam maior exposição pública, com os movimentos definidos como os grandes marcos construtivos da governança corporativa (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 152).

De acordo com a abordagem de Andrade e Rossetti (2006), são três esses marcos históricos. O primeiro registra as ações do ativista Robert Monks, cuja principal motivação tinha foco nos conflitos de agência, resultantes da separação entre proprietários e executivos. Com grande vivência no mundo corporativo, Monks sentia-se inconformado com as distorções na forma como as empresas eram administradas, principalmente por não aceitar

que seus destinos fossem decididos pelos executivos contratados e não pelos seus proprietários. A sua visão crítica possibilitou capturar aspectos do cotidiano empresarial. Focou sua ação nos direitos dos acionistas e os mobilizou para o exercício de um papel mais ativo dentro das corporações, fazendo-os participar do processo decisório (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 159).

O segundo marco construtivo, citado por Andrade e Rossetti (2006), foi o Código Cadbury, editado em 1992, que logo incentivou outras instituições, e assim outros códigos também foram editados na Inglaterra, validando ou revisando recomendações do Código Cadbury, destacando-se o Relatório Greenbury, de 1995, e o Relatório Hempel, editado em 1998. O Relatório Cadbury destacou-se pelo seu caráter pioneiro, ao apresentar, em resposta a fortes pressões de grupos influenciadores, um conjunto de novas propostas que questionava com vigor a forma como as corporações britânicas vinham sendo administradas. A narrativa de Lodi (2000, p. 55) fornece uma clara idéia de como funcionava grande parte dos conselhos de administração das companhias da Inglaterra:

na Inglaterra até o final da década de 1980, imperava o sistema “*old boy network*” ou clube de conselheiros, que participavam de conselhos de companhias uns dos outros, cruzando interesses e favores, e criando dificuldade para minoritários e “*outsiders*”.

Em resposta a esses acontecimentos, o Banco da Inglaterra criou uma comissão dirigida por Adrian Cadbury para elaborar um Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que, em parceria com a Bolsa de Londres e com a entidade de contadores da Inglaterra criou o relatório Cadbury, uma espécie de Código das Práticas Recomendáveis (*Code of Best Practices*), que teve como base os trabalhos dos conselhos (*boards*) de numerosas organizações, tanto na Europa como nos Estados Unidos. Divulgado em 1992, ficou conhecido como Código Cadbury Report (LODI, 2000, p. 55; SANTOS, 2004, p. 10; BORGES; SERRÃO, 2005, p. 119).

No objetivo de implantar os valores da boa governança, deve-se registrar também a iniciativa da organização multilateral *Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)*, que congrega os trinta países mais desenvolvidos do mundo, cuja preocupação esteve voltada para os benefícios decorrentes da utilização de MPGC, e constitui-se no terceiro marco construtivo e histórico da governança corporativa.

A OECD vem manifestando interesse por MPGC desde 1998, por entendê-las como elos entre os objetivos de desenvolvimento dos mercados, das corporações e das nações. As razões que levam a OECD a se interessar pelo tema governança corporativa advinha das evidências encontradas em estudos acadêmicos que atestavam haver forte correlação direta entre a mobilização de mercados de capitais maduros e confiáveis, o crescimento dos negócios corporativos e o desenvolvimento econômico das nações.

Em reunião ministerial da OECD em abril de 1998, foi solicitado ao conselho da instituição que o organismo desenvolvesse, em parceria com governos e organizações envolvidas com o mercado de capitais, um conjunto de normas sobre governança corporativa. Nesse mesmo ano a OECD lançou o seu primeiro documento com o título: *Corporate Governance – Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*, sob a coordenação de Ira M. Millstein.

Em 1999, foi lançado seu segundo documento, intitulado Princípios da OECD para a Governança das Sociedades (OECD, 1999), priorizando o tratamento equitativo dos acionistas, a função dos *stakeholders* ou grupos de interesse social na governança corporativa, a comunicação e a transparência na contabilidade e nos relatórios financeiros e a função do conselho de administração.

Aprovados em 1999, aqueles princípios foram revalidados pela OECD (2004, p. 17-24), sendo definidos, então, os seguintes: a) busca de um eficaz enquadramento do governo da empresa no sentido de prover condições para a implantação de boas práticas de governança corporativa; b) proteção dos direitos dos acionistas; c) garantia de tratamento igualitário entre os acionistas, tanto majoritários, quanto minoritários; d) atendimento das expectativas de outras partes interessadas; e) garantia de divulgação clara de todos os fatos relevantes da empresa, principalmente no tocante a resultados econômico-financeiros; e f) definição das responsabilidades do conselho de administração.

1.4 Governança Corporativa: importância e atualidade do tema

Nos últimos anos, a governança corporativa vem despontando como um dos temas mais estudados e discutidos, tanto no mundo corporativo, quanto no acadêmico, e vem se transformando em uma das principais preocupações não só nesses meios. Segundo Andrade e Rossetti (2006), a governança corporativa passou a interessar também a organizações multilaterais e a países que vêem em seus princípios, práticas e institutos legais e regulatórios um caminho que pode levar ao crescimento econômico e à integração dos mercados.

Acredita-se que a governança corporativa passou a despertar interesse a partir dos anos 30, em decorrência dos estudos de Berle e Means (1987), em empresas americanas. Após cinco décadas de razoável esquecimento, o tema ressurgiu, mas, desta vez, motivado pela onda de escândalos financeiros ocorridos a partir da década de 80, intensificados nos anos 90, culminando com os rumorosos casos dos gigantes Enron e WorldCom, verificados nos Estados Unidos no início da década seguinte, iniciando-se, a partir de então, um período no qual passaram a se desenvolver ações concretas na luta pelo fortalecimento e implementação de MPGC.

Talvez por sua magnitude, envolvendo um prejuízo de US\$32 bilhões com a queda do valor das ações, além de um prejuízo de US\$1 bilhão do fundo de pensão dos funcionários (BERGAMINI JÚNIOR, 2002, p. 82), o caso Enron seja um dos mais comentados, tanto em publicações acadêmicas, quanto na imprensa. Bergamini Júnior (2002) relata que tanta evidência ao caso Enron deve-se a várias razões, destacando-se duas delas: em primeiro lugar, a Enron constituiu a maior concordata no mercado de capitais dos Estados Unidos; por ser uma das maiores corporações americanas e conservar uma imagem de empresa-modelo, o episódio causou grande impacto na credibilidade do mercado de capitais norte-americano. Em segundo lugar, houve claras evidências da participação da Arthur Andersen (empresa de auditoria independente) nas fraudes contábeis. A propósito disso, Byrnes et al. (2001, p. 1) explanam que “a equipe financeira interna da Enron era administrada por ex-sócios da Arthur Andersen, ou seja, as práticas contábeis se resumiam a simples ações entre amigos.”

Outros casos nos quais se verificou a ausência dos princípios básicos de boas práticas de governança corporativa são citados por Lodi (2000), como, por exemplo, a divulgação de um relatório de um grupo de pesquisa denominado Investor Responsibility Research Center (IRRC), revelando que em apenas 25% das grandes empresas norte-americanas a maioria dos membros do conselho de administração eram independentes, enquanto muitas outras mantinham conselheiros com mandatos inamovíveis por vários anos, além do que, em 80% das empresas dos EUA onde havia conselho, o *chairman* ainda acumulava a presidência, o que não é considerado bom indicador de independência do membro.

No Brasil, ocorreram alguns casos que foram menos evidentes, mas não menos representativos em termos de conflitos de interesses, como, por exemplo, a quebra de grandes bancos, como o Nacional, o Econômico e o Bamerindus, fechados por ordem do Banco Central devido a sérios problemas envolvendo acionistas e conselhos de administração. Lodi (2000, p. 37) explica que “um dos graves erros encontrados foi a constatação de que no falido Banco Nacional todo o conselho era composto por pessoas do mesmo sobrenome.”

A lista de exemplos de má governança empresarial é extensa. Contando da segunda metade dos anos 80 até o final do ano 2002, os escândalos se sucederam tanto nos Estados Unidos, como na Europa, causados, em sua maior parte, por ações desastrosas da alta gestão, ou pela fragilidade dos sistemas de controle das organizações, acarretando grandes prejuízos aos acionistas, com destaque especial para as crises no setor bancário e para grandes corporações norte-americanas. O Quadro 1 apresenta alguns escândalos e crises empresariais de repercussão mundial registrados nos EUA e na Europa.

Ano	País	Instituição	Ocorrência
1985	Inglaterra	BCCI Bank	Fraudes, negócios escusos, operações financeiras irregulares, rede complexa de participações acionárias
1985	Inglaterra	Barings Bank	Perdas decorrentes de operações com derivativos
1991	Inglaterra	Grupo Editorial Maxwell	Utilização de recursos de fundo de pensão em benefício de empresas do administrador
1993	Alemanha	Metalgesellschaft	Colapso de fluxo de caixa em razão da constituição de <i>hedges</i> incorretos, prejudicando parceiros comerciais
1994	EUA	Bankers Trust	Ações judiciais de autoria da Pocter & Gamble por atitudes antiéticas
1994	Canadá	Confed Life	Perdas com investimentos imobiliários
1994	EUA	Kidder Peabody	Fraude contábil
1994	EUA	Bausch & Lomb	Fraude contábil e fiscal
1997	Irlanda	Allied Irish Bank	Perdas com operações de câmbio e evasão fiscal
1998	EUA	Fundo LCTM	Perdas decorrentes de operações com derivativos
1998	EUA	Cendant	Fraude contábil
2001	EUA	Im Clone Systems	Grandes lotes de ações foram vendidos por familiares da empresa, caracterizando uso de informações privilegiadas, resultando em queda brusca da cotação das ações
2001	EUA	Enron	Inflação artificial de lucros, totalizando US\$586 milhões ao longo de cinco anos, mediante fraude contábil. Em 2001, perdas de US\$32 bilhões em valor de mercado para as ações e de US\$1 bilhão do fundo de pensão dos funcionários
2002	EUA	Merril Lynch	Acusação de recomendações tendenciosas aos acionistas e conflitos de interesses
2002	EUA	Adelphia	Fraude contábil para ocultar prejuízos e uso de recursos da empresa por diretores em benefício próprio
2002	EUA	AOL Time Warner	Utilização de métodos contábeis inadequados, com o objetivo de inflar receitas em US\$270 milhões, resultando em queda brusca da cotação das ações
2002	EUA	WorldCom	Fraudes contábeis no período 1999/2000, totalizando US\$3,3 bilhões de maus empréstimos lançados como lucros
2002	EUA	Qwest	Utilização de métodos contábeis inadequados no período 1999/2001, totalizando US\$1,16 bilhão na venda de equipamentos
2002	EUA	Global Crossing	Inflação artificial de receitas mediante fraude contábil
2002	EUA	Tayco International	Sonegação de impostos, desviando-se os valores para pagamento de extravagâncias de executivos
2002	EUA	Xerox	Multa recorde aplicada pela SEC, por desrespeito às regras contábeis, ferindo os princípios de contabilidade geralmente aceitos
2002	EUA	Dynegy	Acusação de aumento artificial de receitas e lucros

Quadro 1 – Grandes crises empresariais provocadas por má governança corporativa. Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Santos (2004, p. 8-9) e Bergamini Júnior (2002, p. 76-83).

Santos (2004) assinala que a partir de tais episódios e da evidência de outros escândalos, foram adotadas diversas iniciativas destinadas a assegurar os direitos dos investidores e proprietários, sendo os EUA e a Inglaterra os principais focos de resistência, principalmente de investidores institucionais, cujas ações em prol da boa governança corporativa foram mais intensas, culminando em medidas que levaram os acionistas e os proprietários do capital a

buscar maiores garantias de que seus investimentos seriam administrados de forma mais adequada.

Para Lodi (2000), o início da mobilização pela governança corporativa deu-se com a pressão dos conselhos e de grupos de acionistas que culminou com a queda, em 1992, de Robert Stempel, presidente da General Motors e de seu conselho de administração, o que ensejou o endurecimento de conselhos de outras grandes corporações.

Vale frisar que a difusão dos códigos de melhores práticas não se limitou a países de economias avançadas. Vários países emergentes de todos os continentes conceberam e implementaram seus próprios códigos nacionais de governança corporativa. Na América Latina, destacam-se Brasil, México e Peru. Na Europa, Grécia, Malta, Chipre, Turquia e Macedônia. Já na Ásia, os principais códigos são dos Tigres do Sudeste, Paquistão e Índia. Na África, destacam-se os códigos do Quênia e da África do Sul (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 177).

A esse grupo de países emergentes, juntam-se alguns do Leste Europeu, cujos povos durante boa parte do século XX foram contrários ao regime capitalista, e que também estão aderindo às práticas de governança corporativa utilizadas em países de economia avançada. Dos países anteriormente isolados das instituições ocidentais pela Cortina de Ferro, os primeiros a editar seus códigos foram a Romênia, a República Tcheca, a Eslováquia, a Rússia e a Eslovênia (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 177).

No Brasil, a mobilização por MPGC é bem recente. Começou a dar sinais de sua presença em 1995, com a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBGA), posteriormente redenominado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

O final do ano 2000 trouxe uma grande novidade: a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados 1 e 2 de Governança Corporativa, pela Bolsa de Valores de São Paulo. Segundo Santana (2001), esses eventos fizeram com que a “governança corporativa passasse a estar mais próxima do cotidiano das empresas, estando frequentemente presente na mídia e sendo debatida por públicos cada vez mais amplos, que tomam consciência dos benefícios que proporciona para as empresas e investidores”.

Em 2002, a McKinsey & Company (2002) realizou uma pesquisa com 201 investidores que aplicam cerca de U\$2 trilhões em 31 países da Ásia, Europa, América Latina e Oriente Médio, para conhecimento das opiniões de suas opiniões sobre a importância e os benefícios da governança corporativa. O estudo revelou que 83% dos respondentes atribuem à governança corporativa algum grau de importância (pouco importante, 6%; relativamente importante, 26%; altamente importante, 34%; extremamente importante, 23%), enquanto somente 11% não a vêem como peça importante no processo de desenvolvimento das nações.

Outra pesquisa, realizada no Brasil pela KPMG (2004), ratifica esses resultados, ao revelar que 82% das empresas nacionais, notadamente as de grande porte, consideram a estratégia de governança corporativa um tema prioritário, sendo que 9% a consideram tema de alta prioridade. Esses resultados são similares aos da pesquisa da McKinsey & Company (2002) e mostram que no Brasil também se observa a mesma preocupação e o mesmo interesse em relação ao tema.

Pelo exposto, facilmente se percebe a importância atribuída ao tema governança corporativa, não só pelos investidores, mas por todas as esferas de atuação, incluindo empresas, governos e instituições multilaterais. Sua relevância extrapolou os limites do território de sua origem, a Inglaterra, para se espalhar por todo o mundo.

1.4.1 A Lei Sarbanes-Oxley

A adesão às boas práticas de governança corporativa em âmbito mundial, ampliada pela difusão dos códigos nacionais em diversos países, bem como pela tendência crescente de adoção de outros mecanismos de auto-regulação, não foi suficiente para inibir o grande número de fraudes corporativas que já vinham ocorrendo nos EUA desde as décadas de 80 e 90, e continuaram a acontecer na década seguinte, culminando com os casos Enron e WorldCom.

Aqueles eventos fizeram transparecer a premente necessidade de aprimoramento das regras de governança corporativa, e marcaram o início da implementação de um rigor jamais visto nas normas contábeis e fiscais norte-americanas. Uma das principais reações

regulatórias foi a aprovação da Lei Sarbanes-Oxley pelo Congresso dos Estados Unidos, em julho de 2002. Trata-se de um conjunto de novas regras, que impõe severas sanções aos administradores, com o intuito de reprimir as práticas danosas às corporações e aos investidores e de dar maior credibilidade ao mercado de capitais norte-americano.

Sousa e Fraga (2004, p. 3) reforçam o caráter regulador e severo que a promulgação da Lei Sarbanes-Oxley imprimiu no ambiente corporativo norte-americano:

a Lei Sarbanes-Oxley veio colocar um fim na tradicional auto-regulação baseada no modelo das melhores práticas e substituindo-a por uma lei dura e abrangente, capaz de regular os mais diversos agentes do mercado e ainda todas as companhias intencionadas em ter suas ações listadas nos Estados Unidos, constituindo-se num grande esforço do governo federal norte-americano para reconstruir a confiança dos investidores no mercado acionário por meio da institucionalização da governança corporativa, a qual tornou obrigatória a presença de instrumentos de controles internos, atribuindo responsabilidades aos diversos agentes integrantes da cadeia de suprimento de informações (prestação de contas) das organizações.

Segundo Gradilone (2005), a Lei Sarbanes-Oxley, de autoria dos senadores Paul Sarbanes e Michael Oxley e também chamada de SOX, foi criada com o objetivo de proteger os investidores de fraudes. Hasset e Mahoney (2002) fazem uma advertência aos profissionais envolvidos no ambiente corporativo. O aviso é direto e informa que os escândalos, as fraudes contábeis, fizeram nascer novas leis e normas que disciplinam o comportamento do mundo corporativo, e atinge tanto o presidente da companhia, como a diretoria executiva, advogados e a auditoria. O alerta evidencia a ampla regulação promovida pela SOX, fundamentada nas MPGC.

Gradilone (2005) acrescenta que a nova lei trará uma série de implicações para as empresas, com reflexo no aumento dos custos administrativos e operacionais. Teoricamente criada para dar segurança aos investidores e tornar transparentes e confiáveis as decisões dos gestores, na prática os 69 capítulos da SOX estabelecem extensa regulação, que não se restringe somente às empresas americanas, devendo ser observada por qualquer companhia que tencione negociar suas ações na *Wall Street*.

Segundo Farias (2004), os artigos da SOX que impactam mais seriamente nas empresas são os seguintes:

- 201 e 202: determinam a proibição de prestação de certos serviços pelas empresas de auditoria externa;
- 301: discrimina as regras adotadas pela SEC em relação ao comitê de auditoria independente;
- 302 e 906: prevêm a responsabilidade civil e criminal do *Chief Executive Officer* (CEO) e do *Chief Financial Officer* (CFO), em relação à certificação dos relatórios anuais contendo as demonstrações financeiras das companhias;
- 304: estabelece as penalidades por violação do dever de conduta, para diretores e conselheiros, quando estes modificarem e publicarem relatórios com alterações nas informações financeiras;
- 306: define as limitações aos planos de benefícios para empregados da alta administração;
- 307: estabelece o padrão de conduta profissional para advogados;
- 402: determina a proibição de empréstimos para conselheiros e diretores;
- 404 e 406 a 409: exigem uma maior publicidade das informações e fiscalização pela SEC, com publicação em tempo real. O presidente deve divulgar relatório sobre os processos de controle interno e demonstrações financeiras, ficando clara a responsabilidade desses profissionais pela correta manutenção desses controles; e
- 804: estabelece as penalidades, tendo por objeto questões relativas a fraude e a manipulação de informações envolvendo valores mobiliários, em cinco anos após a ocorrência do fato ou dois anos após a descoberta de sua ocorrência, o que completar mais cedo.

Uma das maiores preocupações em âmbito mundial diz respeito ao conteúdo do artigo 404, que dispõe sobre a clareza dos objetivos das empresas e dos riscos a que estão sujeitas,

os quais poderão afetar negativamente os resultados financeiros. A administração da companhia, por meio de seu presidente, deve emitir um documento atestando a eficácia dos relatórios financeiros trimestrais, garantindo a condição financeira da empresa e se responsabilizando pelos “controles e procedimentos de divulgação”.

A preocupação com o rigor determinado pelo artigo 404 tem sido crescente, tanto que instituições como a KPMG e a Deloitte lançaram publicações que visam responder às questões mais delicadas em relação às implicações inerentes ao cumprimento do citado dispositivo legal.

No Brasil há uma grande preocupação em relação à adequação da SOX à realidade do país, tendo havido a necessidade de uma adaptação para atender às exigências de criação do Comitê de Auditoria, que conflitava com o conselho fiscal previsto pela legislação brasileira. A propósito, Segreti e Costa (2007) informam que as empresas brasileiras emitentes de *American Depositary Receipt* (ADR) têm se dedicado a realizar as alterações no sentido de se adequar especificamente em relação ao Comitê de Auditoria, principalmente aquelas que ainda não possuem essa estrutura, mas que por força da lei norte-americana deverão readaptar-se.

O grande desafio dos empresários brasileiros que possuem valores mobiliários nas bolsas norte-americanas consiste em adequar o sistema atual aproveitando seus pontos fortes e implementar as alterações necessárias no sentido de atender às exigências da SOX. Não obstante a certeza de que esse procedimento vai gerar elevados custos com a contratação de profissionais especializados e com a reestruturação tecnológica necessária, imagina-se que as vantagens da adequação superam os custos de sua implementação (DE LUCA JÚNIOR; LOBO, 2006).

1.5 Governança Corporativa no Brasil

A governança corporativa desenvolve-se de acordo com o ambiente institucional em que está inserida. A atuação do Estado torna-se fundamental no desenvolvimento e implantação de políticas que priorizem boas práticas de governança corporativa (SILVEIRA, 2002).

Além disso, conforme frisa Andrade e Rossetti (2006), o desenvolvimento de um modelo de governança corporativa depende, de um lado, das condições prevaletentes do macroambiente global que impactam diretamente nos mercados financeiros, o que exige o realinhamento estratégico e operacional do mundo corporativo, e do outro, das condições do macroambiente nacional e do sistema empresarial do país. Especificamente, envolve uma série de questões como, condições legais e regulatórias das companhias de capital aberto, condições de listagem em bolsa de valores, o grau de ativismo dos investidores institucionais, entre outras questões.

No Brasil, as principais decisões estratégicas tomadas entre as décadas de 50 a 80 não estiveram alinhadas com as grandes mudanças globais, e fizeram com que o país adquirisse expressão diminuta no mercado de capitais, e pequena parcela de empresas listadas em bolsas de valores. Essa situação começou a mudar a partir da segunda metade dos anos 90, com o movimento das privatizações. Começava ali, as primeiras ações com o intuito de acabar com a intervenção do Estado-empresário nas questões empresariais privadas no Brasil, e o início da caminhada do país em direção à construção de um modelo de governança corporativa em sintonia com as MPGC. Os próximos tópicos mostram essa evolução.

1.5.1 O Mercado de Capitais

Segundo Siffert Filho (1988), desde os anos 30, o crescimento da economia brasileira tem como base a articulação do clássico tripé capital privado nacional / capital estrangeiro / capital estatal, cabendo a cada um deles uma função: o capital nacional concentrava-se nas

áreas agrícola, bancária e comercial, o capital estrangeiro mantinha o foco nos bens de consumo e em produtos tecnológicos, enquanto o capital estatal centrava-se nas áreas de infra-estrutura e insumos básicos.

O mercado financeiro era praticamente inexistente no país. O retardamento do desenvolvimento financeiro brasileiro pode ser atribuído, em grande parte, a um decreto de 1933, que estabeleceu a Lei da Usura, proibindo taxa de juros superior a 12% ao ano. Como naquela época os preços eram estáveis ou declinantes, essa lei não teve nenhuma repercussão, uma vez que a taxa anual de inflação girava em torno de 2%. Entretanto, em 1950 a taxa anual de inflação chegou a 12,4%, acarretando diversos problemas (BULHÕES et al., 1976, p. 130).

De acordo com Andrezzo e Lima (2001), no final da Segunda Guerra Mundial, em 1945, o Brasil detinha elevado saldo de divisas e créditos externos, acumulados durante o conflito, situação que perdurou, obrigando o governo a adotar medidas para restringir os gastos com bens duráveis e de consumo corrente. O mercado financeiro resumia-se ao sistema bancário, e não havia instituições financeiras não-monetárias capazes de oferecer opções adequadas às necessidades da época. Além disso, no país ainda não havia um banco central. Esse papel era desempenhado pela Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), criada em razão de obrigações assumidas pelo Brasil em 1944, na Conferência de Bretton Woods. O acelerado desenvolvimento da indústria de bens duráveis, paralelamente ao recrudescimento do processo inflacionário, adicionou maior pressão à demanda de crédito, tanto de médio, quanto de longo prazo. Passaram, então, a ocorrer alguns problemas, principalmente devido à aceleração da inflação. Como a Lei da Usura limitava a taxa de juros anual ao máximo de 12%, a poupança era desestimulada, fazendo com que ocorresse uma preferência por bens tangíveis em substituição a ativos financeiros, criando-se uma pressão sobre o mercado imobiliário.

Na opinião de Andrezzo e Lima (2001), em relação ao mercado financeiro brasileiro, o grande marco foi a década de 1960, em que se deu a promulgação da Lei da Reforma Bancária e da Lei do Mercado de Capitais (1965). Entretanto, havia uma série de problemas estruturais além da desvalorização constante da moeda, o que dificultava o desenvolvimento do setor privado, sendo insignificantes os recursos levantados por meio da emissão de ações ou de financiamentos de médio e longo prazo. Na tentativa de se reverter essa situação, foram implementadas as seguintes reformas institucionais: a) Lei de Capitais Estrangeiros e

Regulamentações; b) Correção Monetária; Banco Nacional de Habitação; Lei da Reforma Bancária (criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil); c) Lei do Mercado de Capitais e Regulamentações; d) Auditor independente; e) Regulamentação de seguros; e f) Sociedades de capitalização (ANDREZZO; LIMA, 2001, p. 28).

Segundo relata Carvalho (2002), até o início da década de 70 o Brasil possuía um mercado acionário bastante desregulado. A intervenção do governo no mercado de capitais tornou-se uma realidade devido à percepção de sua importância para o desenvolvimento do país, e, em vista disso, criou-se uma legislação promovendo incentivos para o seu desenvolvimento (aprovação da Lei n. 6.385/76, que disciplina o mercado de capitais, criação da Comissão de Valores Mobiliários e a Lei n. 6.404/76, que dispõe sobre as sociedades por ações).

Ainda segundo Carvalho (2002), naquela época a maioria das empresas pertencia a grupos familiares, com capacidade limitada de investimento, sendo impensável a emissão de ações, por representar risco de perda de controle das empresas. Para eliminar o risco, o governo introduziu na legislação uma cláusula aumentando para 66% o limite de ações com direito a voto. Essa manobra era amparada pela Lei n. 6.404/76, que permitia que a empresa tivesse na composição do seu capital 2/3 de ações preferenciais e 1/3 de ações ordinárias. Dessa forma, criou-se uma situação que permitia a um acionista controlar a companhia possuindo apenas 17% do seu capital.

Assim, ficava claro que o principal interesse do governo era suprir a necessidade de financiamento das empresas sem risco da perda de controle por parte de grupos controladores, que naquela época, eram formados por empresas de controle familiar ou estatal.

Esses fatos mostram que o modelo adotado pelo Brasil nos anos 70 para as sociedades por ações e para o mercado acionário estava calcado em políticas alinhadas com forte proteção às empresas e seus controladores, de modo que o seu desenvolvimento atrelava-se à criação de incentivos oficiais. Assim, para atender a esses propósitos governamentais, outras medidas oficiais foram tomadas pelo governo com o objetivo de incentivar a aplicação no mercado financeiro. Uma dessas medidas criou os Fundos Fiscais 157. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2008, p. 1):

criados pelo Decreto Lei nº 157, de 10.02.1967, esses fundos eram uma opção dada aos contribuintes de utilizar parte do imposto devido, quando da Declaração do Imposto de Renda, em aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador.

Conforme acrescentam Andrezzo e Lima (2001) esse mecanismo permitia que as empresas e pessoas físicas pudessem beneficiar-se de uma porcentagem do imposto de renda. Para isso, o contribuinte poderia adquirir os Certificados de Compra de Ações (CCA), emitidos por instituições financeiras autorizadas. Também foram criados incentivos fiscais, relativos ao imposto de renda, que permitiam deduções para aplicação em ações de empresas que se instalassem em determinadas áreas, como a Região Norte, assistida pela Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia (Sudam), e a Região Nordeste, assistida pela Superintendência do Desenvolvimento do Nordeste (Sudene).

Segundo Andrezzo e Lima (2001), nos anos 80 a alta rentabilidade oferecida pelos títulos públicos provocou queda no mercado de ativos de renda variável. Em 1982 o governo criou o BNDESPar, subsidiária do BNDES que tinha dois objetivos: adquirir temporariamente ações de empresas com necessidade de capital; e fomentar o mercado acionário brasileiro, visto que atuava como compradora de ações e debêntures procurando ocupar o lugar do ausente investidor privado.

Mesmo com todos esses movimentos de incentivo na década de 80, a negociação em bolsa continuou concentrada em poucas empresas. Segundo afirma Lodi (2000), naquela época o mercado de capitais brasileiro era pequeno e concentrava-se em apenas oitenta empresas com elevados padrões de liquidez em seus papéis. Para se ter uma noção disso, basta que se diga que as cinco ações mais negociadas representavam nada menos do que 31% do volume negociado no mercado à vista.

Ainda segundo Lodi (2000), outro fato que desestimulou a captação de recursos no mercado de capitais foi a descoberta de que o custo do capital de terceiros era superior à taxa de retorno dos ativos e que os ADRs lançados na Bolsa de Nova York custavam menos. Esse fato contribuiu para que entre 1992 e 1998, 76 empresas brasileiras emitissem ADRs. Com isso as bolsas brasileiras perderam o atrativo, e em 1999 apenas seis empresas captaram recursos no mercado local lançado ações.

1.5.2 Os Anos 90 e a Nova Orientação Estratégica

Após uma década de instabilidade monetária (anos 80), baixo crescimento e um quadro externo adverso (SHIFFERT FILHO, 1998, p. 2), a década de 90 teve início com novo ânimo na economia brasileira, por conta do processo de abertura comercial e do início do programa de privatizações. Borges e Serrão (2005) complementam afirmando que a década de 90 constituiu o período mais precursor para o desenvolvimento da governança corporativa.

Nos anos 90 o país passou a seguir a tendência mundial vivenciada pelo processo de globalização, que se caracterizava pela consolidação de blocos econômicos, pela crescente difusão tecnológica, pelo incremento do comércio e, principalmente, pela expansão dos fluxos financeiros internacionais. Na economia, desencadeou-se um processo de mudança que atingiu os antigos fundamentos estratégicos da economia protegida e em grande parte estatizada, e sofreu resistências de correntes remanescentes do nacionalismo e do corporativismo estabelecido no país durante várias décadas.

Mesmo com todas as dificuldades, o país conseguiu inverter a tendência expansionista e histórica de fortalecimento do estado-empresário, ocorrida nos anos 70 e 80. Para seu desengajamento, nos anos 90 um dos principais agentes de mudança foi o movimento de privatizações. As primeiras privatizações de alto impacto ocorreram em 1991, sendo duas no setor siderúrgico e duas no setor ferroviário. Esse programa continuou de 1994 até 1998, estendendo-se aos setores de mineração, de energia elétrica e para a indústria aeronáutica e petroquímica. O resultado do programa de privatização foi a venda de mais de cem empresas, totalizando US\$98,3 bilhões de ativos transferidos para o setor privado (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 401).

O impacto das privatizações brasileiras no processo de governança corporativa, já podia ser notado a partir da segunda metade dos anos 90. Em estudo realizado por Siffert Filho (1998), sobre as tendências de mudança no controle societário das cem maiores empresas não-financeiras na economia brasileira revelou que além da redução em 45% do número de

empresas estatais – passaram de 38 para 21 – decorrente do processo de privatização, duas tendências detectadas chamaram a atenção: a ampliação da participação do capital estrangeiro e a relativa redução do controle familiar nacional.

Como explica Carvalhal-da-Silva (2005), a transferência da propriedade estatal para grupos privados forjou uma nova realidade societária, acabando por proporcionar as primeiras experiências de controle compartilhado no país. Dessa forma, as grandes empresas de infraestrutura, antes sob controle estatal, começaram a operar em regime de parceria com grupos nacionais, multinacionais e fundos de pensão. Nessa nova modalidade de controle, formalizada por meio de acordos entre os acionistas, os investidores integrantes do bloco de controle distribuíam entre si o comando da empresa, estabelecendo, por meio de contrato, as regras para reger o cotidiano empresarial.

Entretanto, embora essas transformações indiquem o início da transição de um modelo nacionalista estatizado, com prevalência de empresas de caráter essencialmente familiar, para um modelo que abriga empresas com novas formas societárias de controle compartilhado, e com participação crescente de investidores institucionais, o processo contribuiu também para o surgimento de um modelo empresarial de concentração de propriedade.

Nesse sentido, Vieira e Correa (2002, p. 12) acrescentam:

as privatizações e os processos de fusões e aquisições, ao invés de contribuir para a pulverização dos controles das empresas listadas em Bolsa no Brasil, têm atuado em sentido contrário a esta perspectiva, na medida em que a forma como se deu este processo manteve o controle de grandes grupos. As privatizações, por exemplo, não foram feitas a partir de uma estratégia de pulverização das vendas e sim, como se sabe, a partir de uma estratégia que envolveu a formação de consórcios responsáveis por comprar o controle daquelas empresas.

Mello Júnior (2000) vai mais além, ao afirmar que com a concentração acionária as privatizações brasileiras abriram margem para a redução da concorrência e da transparência, aumento do risco de transferência de ativos pelos investidores que não detêm o controle das *holdings*, proliferação de *holdings* cruzadas, além do aumento dos riscos de acesso a informações privilegiadas.

Valadares e Leal (2000) analisaram a estrutura de propriedade e controle de 325 companhias listadas na Bovespa, concluindo que há um mercado muito concentrado, no qual o maior acionista possui, em média, 41% do capital social, enquanto que os cinco maiores

acionistas detêm 61%. Além disso, chegaram também à conclusão de que essa elevada concentração ocorre por meio de ações com direito a voto, e cerca de 62% das empresas apresentam um único acionista que possui mais de 50% das ações ordinárias.

Outros estudos revelam resultados semelhantes (MCKINSEY & KORN-FERRY INTERNATIONAL, 2001, p. 8; SILVEIRA, 2002, p. 31; OKIMURA, 2003, p. 42; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005, p. 23; BRIDGE, 2006, p. 11), demonstrando haver forte concentração e reduzido número de acionistas que detêm grande parte do controle acionário. Além disso, nos casos em que não há acionista majoritário, o maior acionista possui significativa parcela do capital votante.

Pesquisa realizada pela McKinsey em parceria com a Korn/Ferry International em 2001, denominada “Panorama de governança corporativa no Brasil”, não deixa dúvida. O foco da pesquisa envolveu empresas brasileiras com faturamento superior a US\$250 milhões, numa amostra com 74 organizações de todos os setores da economia listadas em bolsa. Os resultados a seguir reproduzidos mostram as principais características da governança corporativa e sugerem um modelo de governança corporativa das companhias brasileiras:

- estrutura de propriedade altamente concentrada. Em geral, os três maiores acionistas possuem, em média, 85% das ações ordinárias;
- alto índice de ações sem direito a voto (preferenciais);
- estrutura que privilegia a sobreposição entre propriedade e gestão – membro do conselho representando os interesses dos acionistas majoritários;
- estruturas de governança geralmente informais (em 44% dos conselhos não há subcomitê constituído);
- participação de acionistas minoritários pouco ativos;
- estrutura informal do conselho de administração;

- a inclusão de conselheiros externos ainda é uma prática pouco comum (quase a metade não busca conselheiros externos);
- remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante; e
- pouca clareza na divisão de papéis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares.

O programa de privatização que promoveu a entrada de capitais externos nas empresas brasileiras trouxe também outras vantagens. Segundo Mello Júnior (2000), as principais foram: a) criação de economias de escala, com redução de custos; b) fortalecimento de ligações retroativas na economia; e c) envolvimento ativo na administração.

Outros avanços também foram detectados. O estudo da McKinsey e Korn/Ferry International (2001), que objetivou identificar as características da estrutura de propriedade, bem como as práticas dos conselhos de administração, revelou que já se percebe uma mudança rumo a um “modelo emergente” de governança, caracterizado por um maior profissionalismo. Segundo a McKinsey e Korn-Ferry International (2001), “começa a existir entre acionistas, controladores e administradores de empresas uma conscientização da importância da governança corporativa como forma de valorizar a companhia”.

Esses avanços tiveram sua origem na crescente pressão do mercado pela adesão das empresas às boas práticas de governança corporativa, e representaram a passagem para uma nova era corporativa, na qual já não mais existam modos questionáveis da alta gestão, e predomine um melhor relacionamento entre as companhias e todos os *stakeholders*, cujo foco seja transparência, segurança do sistema e redução de danos sofridos por pessoas e organizações decorrentes da atuação de empresas sem boas práticas de governança corporativa (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 1).

Iniciativas institucionais e governamentais contribuíram para melhoria das práticas de governança corporativa, sendo fundamentais para dar maior credibilidade ao mercado de capitais, como, por exemplo, a criação do IBGC; as recomendações da CVM sobre governança corporativa; e a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa.

Além dessas iniciativas, deve-se acrescentar:

- a Lei n. 6.404/76 e a Lei das Sociedades por Ações (10.303/01); e
- a atuação do BNDES.

1.5.3 A Lei n. 6.404/76 e a Lei das Sociedades por Ações (10.303/01)

A Lei n. 6.404/76 surgiu numa época em que o país era governado pelos militares e vigorava a Constituição Federal de 1967. O II Plano Nacional de Desenvolvimento preconizava o equilíbrio entre o setor público e a iniciativa privada, bem como entre a empresa nacional e a estrangeira. A lei que regulava as sociedades por ações era de 1940. Chegando à conclusão de que o desenvolvimento do país passava primeiro pela modernização do mercado de capitais, o governo criou uma lei específica para esse fim (Lei n. 6.385/76). Para disciplinar as sociedades por ações, criou a Lei n. 6.404/76, com os seguintes objetivos: a) assegurar às minorias acionárias o direito de dividendos mínimos em dinheiro; b) evitar que cada ação do majoritário possua valor de mercado superior a cada ação do minoritário; c) disciplinar a distribuição de gratificações a diretores e empregados; d) aperfeiçoar os mecanismos de auditoria, hoje precariamente realizados pelos conselhos fiscais; e e) facilitar o funcionamento das sociedades de capital autorizado (ANDREZZO; LIMA, 2001, p. 117).

Embora com alguns aspectos considerados anacrônicos à luz das MPGC atuais – como, por exemplo, a permissão para emissão de ações até o limite de 2/3 da quantidade emitida –, a Lei n. 6.404/76 representou um grande avanço, abrangendo situações praticamente desconhecidas em 1940, como, por exemplo, o conselho de administração; o voto múltiplo (mecanismo que visa proteger os acionistas minoritários); os bônus de subscrição (direito de subscrever certo número de ações de uma companhia, a um determinado preço, durante certo período); o direito de retirada (art. 137, que permite ao acionista dissidente requerer o reembolso de suas ações).

Outro aspecto importante na Lei n. 6.404/76 diz respeito à atenção dedicada aos administradores, que inicia na Seção IV – Deveres e Responsabilidades – Dever de

Diligência, principalmente em relação ao art. 154, parágrafos 2º, 3º, 4º e 5º, que discorrem sobre o que é vedado ao administrador, bem como ao art. 158, que trata das responsabilidades dos administradores.

Além desses aspectos, deve-se destacar o zelo dos legisladores em relação ao art. 157 (“dever de informar”), parágrafos 1º ao 5º, bem como ao art. 289, contendo regra geral determinando que todas as publicações nela ordenadas sejam feitas no órgão oficial da União, Estado ou Distrito Federal, conforme o lugar da sede da companhia, e em outro jornal de grande circulação. Todos esses fatos vêm a corroborar e constatar que há mais de quatro décadas a Lei n. 6.404/76 já se preocupava com uma das mais importantes dimensões da governança corporativa, que é a transparência.

A Lei n. 10.303/01, sancionada no ano 2001, alterando a Lei n. 6.404/76, teve como principal objetivo o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, bem como a criação de mecanismos necessários para a redução de conflitos entre acionistas, principalmente minoritários, em consonância com os melhores padrões de boas práticas de governança corporativa.

Garantir tratamento igualitário entre os acionistas, tanto majoritários, quanto minoritários, tem sido um dos principais desafios que o movimento da governança corporativa vem enfrentando em todo o mundo. No Brasil, as políticas públicas relacionadas ao mercado de capitais têm, desde a década de 60, caminhado em sentido contrário, isto é, sempre apresentaram uma tendência protecionista em relação às empresas e a seus controladores.

Ainda que considerada imperfeita, em razão de sua redação final, resultado do atribulado trâmite no Congresso Nacional, onde sofreu uma série de modificações, fruto de negociações políticas, a Lei n. 10.303/01 representou nítido avanço em relação à legislação anterior. Segundo Gorga (2004), a Lei n. 10.303/01 é considerada o marco legal sobre o qual estabeleceram-se as bases em que se edificaram no país as sociedades por ações, o mercado de capitais e, por consequência, os processos de governança corporativa.

De acordo com o teor da Lei n. 10.303/01, sancionada em 31/10/2001, destacam-se as seguintes principais alterações:

- mudança no limite máximo da proporção de ações ordinárias e preferenciais, de 2/3 para 50%;
- modificação das vantagens atribuídas às ações preferenciais. A lei permite que os detentores de ações preferenciais elejam um membro para o conselho de administração, quando representem no mínimo 10% do capital social da firma, e que os acionistas minoritários elejam um membro, desde que representem no mínimo 15% do total das ações sem direito a voto;
- obrigatoriedade de oferta pública de ações pelo valor econômico, aos ordinaristas minoritários, em caso de cancelamento de registro de companhia aberta, fusão ou aquisição, ou ainda elevação de participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes;
- melhoria do processo de divulgação das informações para a assembléia especial, e dilatação do prazo de convocação para 15 dias;
- obrigatoriedade de o adquirente do controle da companhia aberta realizar oferta pública das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação do controle, assegurando aos acionistas minoritários preço equivalente a, no mínimo, 80% do valor pago pela aquisição das ações do bloco de controle;
- maior rigor contra os crimes do mercado de capitais, como, por exemplo, manipulação do mercado (pena de 1 a 8 anos de detenção); e uso indevido de informação privilegiada (pena de 1 a 5 anos de detenção);
- uso da arbitragem como solução de conflitos entre a empresa e seus acionistas, ou ainda entre acionistas minoritários e controlador; e
- Artigo 17, parágrafo 1º, apresenta as seguintes vantagens: a) direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% do lucro líquido do exercício; b) direito ao recebimento, por ação preferencial, pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária.

Embora alguns autores (REIS; VALADARES, 2004, p. 26; TEIXEIRA, 2004, p. 18; BORGES; SERRÃO, 2005, p. 124; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005, p. 35) concordem que já houve algum avanço, notadamente em relação à proteção aos acionistas, ainda podem ser observados alguns retrocessos em relação às boas práticas de governança corporativa.

Um dos mais destacados é a redução do limite do volume de ações preferenciais, de 2/3 para 50%, que, se por um lado representa um benefício, por outro, pouco muda em termos práticos, na medida em que o parágrafo 1º do art. 8º da Lei n. 10.303/01 permitiu que as companhias abertas continuassem com o direito de emitir ações preferenciais até 2/3 da quantidade emitida, inclusive no caso de novas emissões. Isso quer dizer que as regras não mudaram para as companhias existentes, sendo aplicáveis apenas às novas empresas, ou às empresas que decidam abrir seu capital.

Outro retrocesso foi a garantia de *tag along*, que sofreu redução para 80% do preço pago pelas ações do bloco de controle.

Fica, assim, demonstrada a realidade das afirmações de Carvalho (2002, p. 27) e Gorga (2004, p. 310) a respeito da dificuldade de aprovação de reformas legais para melhorar o desenvolvimento do mercado de capitais, que sempre enfrentam barreiras políticas impostas por acionistas controladores.

1.5.4 A Atuação do BNDES

Uma das metas prioritárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Buscando atender a esse objetivo o BNDES vem desde o ano de 2000 desenvolvendo programas de incentivo às empresas que praticam boas práticas de governança corporativa.

Nesse sentido, o primeiro programa implantado pelo BNDES foi o “Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas”. Segundo o BNDES (2008c) o programa atendia a duas

prioridades do Plano Estratégico da instituição: o apoio às pequenas e médias empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais:

tal programa tem duplo objetivo: o primeiro é ampliar o suporte já prestado pela BNDESPar ao segmento de apoio a pequenas e médias empresas, através de operações de capital de risco, e o segundo é estimular a adoção de adequadas práticas de governança corporativa, visando criar condições para que uma nova arquitetura societária, por parte das empresas, leve à democratização do mercado de capitais e à ampliação da base de investidores.

De acordo com BNDES (2008c), o Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas foi criado em outubro de 2000, com um orçamento inicial de R\$300 milhões, para investimentos em cinco anos, não tendo sido renovado no final desse período. Para adesão ao programa, as empresas deveriam possuir as seguintes características:

- **Abrangência:**

- pequenas e médias empresas – com faturamento líquido de até R\$60 milhões no último exercício;
- atuar em nichos de mercado atraentes;
- possuir vantagens competitivas em seu mercado;
- demonstrar perspectivas de rápido crescimento e elevada rentabilidade; e
- ter gestão idônea e eficiente.

- **Características operacionais:**

- taxa de juros aplicável às debêntures: mínimo de TJLP+2% a.a.; e
- participação da BANDESPar no capital futuro da empresa, até o máximo de 35%;

- **Condições de participação**

- abrir o capital por meio de oferta pública inicial com emissão de ações ordinárias, sendo essa a forma a ser adotada para novas emissões;
- o conselho de administração deverá ter mandato unificado, com prazo de gestão não superior a um ano, permitida a reeleição;

- após o segundo ano da abertura de capital, as demonstrações financeiras da empresa deverão ser apresentadas de acordo com os princípios fundamentais de contabilidade em vigor no Brasil, as normas internacionais do International Accounting Standards Committee (IASC) ou as utilizadas nos Estados Unidos (US GAAP);

- nenhuma alienação de controle deverá ser contratada sem que o adquirente realize oferta pública de aquisição das ações aos acionistas minoritários, nas mesmas condições de pagamento ofertadas ao acionista controlador (*tag along*);

- a resolução de conflitos entre acionistas e a empresa, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, deverá ser conduzida na forma de arbitragem;

- a empresa deverá implementar um plano de opção de compra de ações para empregados; e

- nos casos de fechamento de capital ou de reembolso das ações de acionistas dissidentes, o valor econômico da companhia, apurado por empresa especializada, deverá ser utilizado como único parâmetro para definição do preço das ações de sua emissão.

Em mais uma iniciativa, o BNDES lançou o Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa. O objetivo do programa era “colocar em prática o conceito de que melhor governança reduz o custo de capital”. Esse programa destinava-se, principalmente, às empresas com faturamento líquido anual médio superior a R\$100 milhões nos dois últimos anos, podendo beneficiar-se também aquelas com faturamento anual médio

inferior a R\$100 milhões, desde que seguissem as mesmas regras. A empresa que aderisse ao programa faria jus a um bônus de governança corporativa, correspondente a uma maior participação do BNDES no valor total do investimento, ampliação do prazo de pagamento e diminuição do custo financeiro, de acordo com alguns níveis de exigência.

De acordo com o BNDES (2008c), o Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa foi criado em dezembro de 2002 e suspenso em dezembro de 2003.

Segundo Steinberg (2003), o programa oferecia quatro pacotes, com as seguintes regras:

- Bronze: ampliação de um ano no prazo de amortização e de 10% no nível de participação do BNDES no valor do financiamento;
- Prata: ampliação de dois anos no prazo de amortização e de 20% no nível de participação do BNDES no valor do financiamento;
- Ouro: ampliação de três anos no prazo de amortização e de 25% no nível de participação do BNDES no valor do financiamento, e redução de 0,5% no custo financeiro; e
- Platina: ampliação de três anos no prazo de amortização e de 25% no nível de participação do BNDES no valor do financiamento, e redução de 0,7% no custo financeiro.

As empresas podiam escolher um conjunto de práticas correspondente a um dos pacotes, e ao migrar para um nível superior, deveriam cumprir todas as exigências do nível anterior.

No pacote Bronze, deviam ser atendidos, no mínimo, quatro dos seguintes tópicos: a) os acordos realizados entre acionistas deveriam ser informados ao BNDES e a todos os acionistas que o solicitassem; b) os auditores não poderiam prestar outros serviços à empresa; substituição da empresa de auditoria a cada período de quatro anos, no máximo; c) mandato unificado de um ano, com possibilidade de reeleição; d) acesso à lista atualizada de acionistas

a qualquer detentor de ações da companhia para fins de representação em assembleias; e e) plano de sucessão em empresas de controle familiar. Ainda no pacote Bronze, deviam ser atendidos quatro dos seguintes tópicos: regimento interno do conselho fiscal e do conselho de administração; declaração anual de independência dos auditores; auditoria interna; e divulgação de calendário anual de eventos corporativos (exceto para empresas fechadas).

No pacote Prata, além do atendimento de todos os itens do pacote Bronze, deveriam ser atendidos, no mínimo, dois dos seguintes tópicos adicionais: a) adesão à Câmara de Arbitragem para questões societárias; b) direito de venda conjunta (*tag along*) aos acionistas minoritários em caso de venda do controle da companhia – oferta de 100% do valor pago por ação ao controlador para os ordinaristas e de pelo menos 70% para os preferencialistas; c) votos de todos os acionistas (uma ação = um voto) para decisões de alta relevância, nos casos de transformação, incorporação, fusão, cisão, contratos entre companhias e outros assuntos que possam gerar conflito de interesses entre o controlador e a companhia. Ainda no pacote Prata, deviam ser atendidos cinco dos seguintes tópicos adicionais: a) presença de pelo menos dois conselheiros independentes no conselho de administração; b) regimento interno do conselho prevendo a constituição de comitês de assessoramento para assuntos específicos; c) instalação do Comitê de Auditoria com pleno acesso a informações e responsabilidade pela contratação e acompanhamento dos auditores; d) implantação do código de ética e governança corporativa; e) direito a voto estendido a todos os acionistas para aprovação de programas de remuneração em ações e opções; eleição de um conselheiro pelos acionistas preferencialistas; e f) conselho fiscal composto de um representante dos ordinaristas, um dos preferencialistas, um do controlador e o restante eleito pelo voto de todos os acionistas.

No pacote Ouro, além do atendimento de todos os itens dos pacotes Bronze e Prata, deveriam ser atendidos, pelo menos, dois dos seguintes tópicos adicionais: a) direito de venda conjunta (*tag along*) de 100% do valor pago ao controlador para ordinaristas e preferencialistas; b) direito a voto para todas as ações; c) informações contábeis publicadas segundo os padrões US GAAP ou IAS GAAP para empresas abertas. Também deveriam ser atendidos, pelo menos, quatro dos seguintes tópicos adicionais: a) *site* público com informações exigidas pela CVM e acordo de acionistas; b) o presidente do conselho de administração e o CEO não poderiam ser a mesma pessoa; c) manutenção da circulação de uma parcela mínima de ações, equivalente a 25% do capital da companhia; d) existência de um executivo designado para verificação e implantação das regras de governança corporativa

exigidas pelo BNDES; e e) instalação de comitê de nomeação e remuneração para o conselho de administração.

No pacote Platina, além do atendimento a todos os itens dos pacotes Bronze, Prata e Ouro, deveriam ser atendidos, no mínimo três dos seguintes tópicos adicionais: a) ter a maioria do conselho de administração composta por conselheiros independentes; b) o conselho poderia contratar assessores jurídicos, contábeis, fiscais, financeiros, dentre outros, para analisar assuntos apresentados pela diretoria; c) instalação do comitê de governança corporativa no conselho, com planejamento e regras; e d) conselheiros externos deveriam reunir-se regular e formalmente sem a presença dos administradores da empresa.

Atendendo à política de apoio ao desenvolvimento do mercado de capitais, e reconhecendo no atual estágio da economia brasileira, a necessidade de multiplicar o número de empresas com papéis negociados em bolsa, o BNDES:

opera diversas modalidades de financiamento às empresas, pode também participar, como subscritor de valores mobiliários, em empresas de capital aberto ou em empresas que, no médio prazo, possam ingressar no mercado de capitais, incluídas aí as operações de internacionalização, de reestruturação de empresas competitivas, fusões e incorporações (BNDES, 2008a, p. 1).

Em palestra proferida no Encontro de Conselheiros da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), em junho de 2006, Rocha (2006), falou sobre o apoio do BNDES às boas práticas de governança corporativa nas empresas. No que diz respeito às práticas de governança corporativa, destacam-se seguintes ações:

- incentivo à profissionalização da administração;
- contratação de auditoria externa;
- formação de conselho de administração;
- cláusula de acordo de acionistas estabelecendo a abertura de capital da empresa;
- modernização dos processos e controles gerenciais;
- transparência de gestão; e

- discussão/formalização de planejamento estratégico.

Com relação ao fortalecimento do mercado de capitais:

- preparar as empresas para abertura de capital implementação de acordo de acionistas;
- difundir o conceito e incentivar o uso de boas práticas de Governança Corporativa, notadamente nas companhias abertas (Mercado Tradicional);
- desenvolver produtos que tornem o mercado de capitais mais atrativo e seguro para o pequeno investidor;
- democratização do capital das empresas através da pulverização das participações societárias (aumento do *free float*); e
- atração de novos investidores.

Ainda de conformidade com Rocha (2006), o BNDES, por intermédio do BNDESPar, é acionista de mais de 200 empresas, diretamente ou em conjunto com fundos de pensão e outros agentes privados. Assinatura de acordos com essas empresas está condicionada ao cumprimento dos seguintes padrões de governança:

- foco na subscrição de ações com direito a voto;
- direito a indicar representante no conselho de administração;
- direito ao recebimento de um valor por ação correspondente a 100% do valor pago ao acionista controlador em caso de alienação do controle (*tag along*); e
- comprometimento de abrir capital (IPO) em prazo pré-estabelecido, preferencialmente no Novo Mercado da Bovespa ou no Bovespa Mais.

Conforme divulgou o BNDES (2008b), em relação a novos projetos a instituição planeja investir R\$1,5 bilhão em dez novos fundos, sendo oito de investimento e participação (*private equity*), e dois de empresas emergentes (*venture capital*). O novo programa de fundos do BNDES tem caráter estratégico e está dentro da política de fortalecimento do mercado de capitais e como agente indutor do investimento no país. Conforme o BNDES (2008b):

o objetivo é ampliar o apoio à capitalização de empresas de diferentes portes, difundir as boas práticas de governança e estimular a cultura do capital de risco no país. O novo programa terá como foco negócios voltados para setores considerados prioritários pelo BNDES.

Com relação à participação máxima da BNDESPar no patrimônio comprometido dos fundos será, respectivamente, de até 20% nos fundos da modalidade *private equity* e de até 25% nos fundos de *venture capital*. Este programa terá vigência de 24 meses, período no qual serão selecionados os dez fundos (BNDES, 2008b, p. 1).

2 PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Nas décadas de 50 e 60, o modelo empresarial brasileiro privilegiou a forte presença do acionista controlador familiar, associado à imagem da visão tradicional do capitão de indústria, que acumulava as funções de gestor e sócio majoritário (BORGES; SERRÃO, 2005, p. 120). Segundo Lodi (2000), somente na década de 70 surgiram os primeiros conselhos de administração, com sinais de autonomia, divisão de poder entre os acionistas e profissionais de gestão. Legalmente, a instalação formal dos conselhos de administração somente veio a tornar-se realidade na vigência da Lei das Sociedades por Ações (6.404/76). Na década de 90, assistiu-se ao processo de migração do modelo de controle familiar e estatal para um modelo mais compartilhado, no qual deu-se início ao exercício de boas práticas de governança corporativa.

Após diversos escândalos corporativos e um processo de aprendizagem que durou longas três décadas, o Brasil evoluiu. Atualmente, o país conta com um mercado de capitais confiável, órgãos fomentadores de boas práticas de governança corporativa, uma bolsa de valores de importância mundialmente reconhecida, e conforme a Bovespa (2008c), ganhadora do prêmio Latin American Equity, na categoria *Equity Awards*, da revista International Financing em 2007, um órgão regulador do mercado de capitais, a presença de investidores institucionais atuantes, o maior fundo de pensão da América Latina e um crescente número de empresas que vêm nas boas práticas de governança corporativa uma fonte de criação de valor para as empresas e geração de riqueza para os acionistas.

A soma desses fatores contribuiu para que a agência americana de classificação de risco Standard & Poor's concedesse a "*investment grade*" ao Brasil, que passa a ser considerado um país seguro frente aos observadores financeiros internacionais. Acredita-se que esse resultado foi alcançado a partir da conscientização de todos os atores envolvidos de que MPGC são essenciais para o desenvolvimento sustentável em suas três dimensões – a econômica, a ambiental e a social.

Nos itens 2.1, 2.2 e 2.3, apresentam-se as principais práticas de governança corporativa sugeridas pelo IBGC, pela CVM e pela Bovespa, respectivamente.

2.1 Código das Melhores Práticas do IBGC

Como frisa Lodi (2000), o início da década de 90 marca o surgimento do movimento pela governança corporativa nos Estados Unidos e no Reino Unido, enquanto no Brasil o termo “governança corporativa” era então praticamente desconhecido.

De acordo com o IBGC (2006b), os desdobramentos da revolução da governança corporativa que ocorria nos Estados Unidos eram atentamente acompanhados por dois estudiosos: Bengt Hallqvist e João Bosco Lodi, grandes conhecedores dos problemas e questões das empresas brasileiras. Um pouco por idealismo, um pouco por serem profissionais experientes, eles resolveram dar um passo à frente e aglutinar colaboradores para organizar uma entidade voltada para a qualidade de gestão das empresas abertas. Assim, embora 1999 seja o ano oficial de fundação do IBGC, na verdade o marco inaugural data de 20 de fevereiro de 1995, com a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA).

Foram quatro anos de intenso trabalho, com realização de seminários, reuniões, cursos de formação para membros de conselhos de administração e palestras, sendo que o ponto alto foi a vinda ao país, em 1996, de Adrian Cadbury, *chairman* do Comitê de Assuntos Financeiros de Conselheiros de Administração da Inglaterra. Em 1999, decidiu-se pela mudança da denominação da entidade para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, e em maio do mesmo ano deu-se o lançamento do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2006b, p. 37).

Elaborado à luz da Lei das Sociedades por Ações então vigente, e, principalmente, a partir do International Comparison of Board “*Best Practices*”, de 1988, o Código de Governança Corporativa do IBGC evoluiu ao longo de três versões. Seu conteúdo baseou-se nos quinze principais códigos de melhores práticas internacionais, incluindo Cadbury e o

Relatório Vienot. Dada a abrangência e diversidade de conteúdo da obra, foi necessário um aprofundamento para uma melhor compreensão e adaptação à realidade brasileira, já que o tema governança corporativa era quase desconhecido no país (IBGC, 2006b, p. 61).

A revisão e a emissão de recomendações sobre práticas de governança corporativa requerem vigilância e atenção permanentes, razão pela qual, em março de 2004, após novos e importantes avanços, o IBGC divulgou a terceira versão, revisada e ampliada, do Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa, visando adequar-se às mudanças ocorridas no ambiente empresarial, legislativo e normativo e manter-se atualizado diante das tendências internacionais.

O Código foi dividido em seis capítulos, que abordam os temas considerados relevantes pelo IBGC (2004), a saber: Propriedade; Conselho de Administração; Gestão; Auditoria Independente; Conselho Fiscal; e Conduta e Conflito de Interesses. A seguir apresentam-se as principais práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC (2004):

▪ **Propriedade**

- cada sócio é um dos co-proprietários da sociedade, devendo ser devidamente registrado, na proporção de sua participação no capital social da empresa, sendo esse princípio válido para todos os tipos de sociedade;
- o direito de voto é assegurado a todos os acionistas, independentemente da espécie ou da classe de suas ações, de maneira que cada ação deve assegurar o direito a um voto, (conceito “uma ação= um voto”), o qual não pode ser restringido mediante acordo;
- às empresas que tencionam abrir o capital, recomenda-se a emissão somente de ações ordinárias. Nos casos de capital social formado por ações ordinárias e preferenciais, orienta-se evoluir para o conceito “uma ação = um voto”. Não sendo isso possível, sugere-se que às ações preferenciais seja concedido direito de voto em situações especiais, como transformação, cisão, incorporação, fusão e alienação de ativos relevantes;

- institui as competências da assembleia geral / reunião dos sócios; prazo de convocação; local, data e hora da assembleia; a pauta e documentação pertinente; propostas dos sócios; perguntas prévias. As regras de votação e de convocação devem ser bem definidas e disponíveis desde a publicação do primeiro anúncio de convocação, e, em caso de conflito de interesses, deverá o sócio abster-se de participar da discussão e da votação do item objeto do conflito, ainda que representante de terceiros;
- a oferta de compra e venda de ações/quotas que resulte em transferência do controle societário deve ser dirigida a todos os sócios. Se houver pagamento de prêmio de controle, o valor deverá ser dividido entre todos os sócios. No caso de alienação da totalidade do bloco de controle, o adquirente deve dirigir a oferta a todos os acionistas nas mesmas condições do controlador (*tag along*);
- o estatuto ou contrato social deve prever com clareza as situações nas quais os sócios poderão retirar-se da sociedade e as condições que deverão ser observadas;
- veda-se qualquer tipo de utilização de informação privilegiada. Recomenda-se que toda sociedade deve possuir política de divulgação de informações relevantes;
- os conflitos entre sócios e a sociedade deverão ser resolvidos preferencialmente por meio de arbitragem;
- em caso de sociedades familiares, deve-se implementar um Conselho de Família, formado para discussão de assuntos familiares e organização das expectativas em relação à sociedade; e
- as companhias de capital aberto devem esforçar-se para manter em circulação o maior número possível de ações e estimular sua dispersão, em benefício da liquidez desses títulos (*free float*).

▪ Conselho de Administração

- toda empresa, independentemente de sua forma societária, deve possuir um conselho de administração, eleito pelos sócios, composto de cinco a nove membros, responsável pela definição das estratégias e orientação dos negócios e pela eleição e destituição do principal executivo, priorizando a proteção e valorização do patrimônio da organização;
- as atividades do conselho de administração devem estar normatizadas em um regimento interno;
- cabe ao presidente do conselho a responsabilidade de assegurar a eficácia e o bom desempenho do órgão e de cada um de seus membros, pois a cada ano o desempenho dos conselheiros será avaliado. Portanto, é indispensável que eles se submetam a treinamentos contínuos para atualização e reciclagem de conhecimentos;
- para que não haja concentração de poder, deve ser evitado que os cargos de presidente do conselho de administração e executivo principal (*Chief Executive Officer* – CEO) sejam ocupados pela mesma pessoa. O CEO pode ser membro do conselho, desde que não participe das sessões executivas, porquanto vedadas ao executivo principal e aos integrantes da diretoria;
- o regimento interno do conselho de administração deve orientar a formação e a composição dos comitês, inclusive disciplinando a coordenação de cada um deles por conselheiro independente;
- o comitê deve possuir no mínimo três membros, todos com conhecimentos básicos de finanças e contabilidade, sendo que um deles deverá possuir mais experiência na área contábil, de auditoria e gestão financeira;
- deve haver regras para mandatos do Comitê de Auditoria, como, por exemplo, ser limitado por meio de rodízio automático;

- deve existir um conselho consultivo em sociedades fechadas em desenvolvimento ou com controle familiar e em organizações do Terceiro Setor;
- há três classes de conselheiros: independentes, externos e internos. Os independentes não podem ter vínculo com a sociedade nem com pessoas a ela ligadas; os externos são conselheiros que não possuem vínculo com a sociedade, mas não são independentes, como ex-diretor ou ex-funcionário; internos são os diretores ou funcionários da empresa;
- numa empresa aberta, é recomendável que a maioria ou todos os membros do conselho de administração sejam independentes. Em empresas fechadas com controle familiar, é aceitável que alguns dos membros não sejam independentes;
- o conselheiro independente deve avaliar se sua independência permanece intacta em relação ao acionista, grupo ou parte interessada que o indicou, e agir sempre em interesse do conjunto de todos os sócios;
- o conselho fiscal é eleito pelos sócios, e seus membros não podem participar do conselho de administração;
- deve ser feita uma avaliação formal do desempenho do conselho de administração, assim como de cada um dos seus membros. Embora respeitando a situação de cada sociedade, é importante que essa avaliação seja respaldada por processos formais bem definidos, sob a condução do presidente do colegiado;
- o mandato do conselheiro deve ter duração de um ano, com direito a reeleição não automática. A efetivação dar-se-á após sua avaliação formal de desempenho; e
- a sociedade deve divulgar, pelo menos anualmente, e com aprovação prévia do conselho de administração, suas políticas e práticas sociais, ambientais, de segurança do trabalho e saúde.

▪ **Gestão**

- na qualidade de responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo conselho de administração, como também pelo relacionamento transparente com as partes interessadas (*stakeholders*), como clientes, acionistas e empregados, o CEO deve prestar contas anualmente àquele colegiado, que avaliará seu desempenho;
- o CEO e a diretoria são responsáveis pela criação de sistemas de controle interno e de um código de conduta, de modo a facilitar o acesso dos membros dos conselhos às instalações da companhia, às informações e aos arquivos e documentos necessários ao desempenho de suas funções;
- o Relatório Anual é a mais abrangente e importante informação da sociedade, não devendo, portanto, limitar-se às informações exigidas por lei, mas divulgar também as práticas de governança corporativa, as participações e remuneração dos conselheiros e diretores, seguindo os padrões internacionais de contabilidade; e
- o CEO deve ser anualmente avaliado pelo conselho de administração, sendo responsável pelo processo de avaliação da diretoria e pela comunicação do resultado ao conselho de administração.

▪ **Auditoria Independente**

- toda sociedade deve contratar auditoria independente, pois se trata de agente de governança corporativa de grande importância para todas as partes interessadas;
- recomenda-se que os auditores independentes sejam contratados por período predefinido, e que expressem suas opiniões sobre as demonstrações contábeis, de forma clara, através de pareceres;
- os auditores devem reportar-se ao Comitê de Auditoria, e, na falta deste, ao conselho de administração para discutir temas de grande importância, como, por exemplo, políticas contábeis, deficiências relevantes e falhas significativas; e

- o auditor independente deve assegurar anualmente, por escrito, ao Comitê de Auditoria ou ao conselho de administração, a sua independência em relação à sociedade.
- **Conselho Fiscal**
- é um órgão não-obrigatório que tem como objetivos fiscalizar os atos da administração, opinar sobre questões relevantes e dar informações aos sócios;
 - a responsabilidade de cada membro é com a sociedade, independentemente de quem o tenha indicado, de maneira que as prioridades do conselho fiscal, que são estabelecidas pelos seus membros, devem guardar sintonia com as expectativas dos sócios;
 - os membros do conselho fiscal devem acompanhar o trabalho dos auditores independentes e o da auditoria interna, assim como o seu relacionamento com a administração; e
 - a política de divulgação da companhia deve incluir as opiniões e os documentos elaborados pelo conselho fiscal, inclusive a divulgação dos votos e das justificativas dos seus membros sobre as demonstrações contábeis.
- **Conduta e Conflito de Interesses**
- toda sociedade deve dispor de um código de conduta que comprometa administradores e funcionários, elaborado pela Diretoria, com observância dos princípios e políticas definidos e aprovados pelo conselho de administração;
 - o código de conduta deve abranger o relacionamento entre conselheiros, sócios, funcionários, fornecedores e demais partes relacionadas (*stakeholders*), compreendendo o cumprimento das leis, o pagamento dos tributos, o conflito de interesses, as informações privilegiadas, o meio-ambiente, a política de negociação das ações da empresa e os processos judiciais;

- há conflito de interesses quando alguém não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da sociedade; e
- é dever dos membros do conselho de administração monitorar e administrar potenciais conflitos de interesses dos executivos, dos conselheiros e dos sócios, e, tão logo tenha sido identificado conflito de interesses, a pessoa envolvida deve ser afastada das discussões e deliberações do tema específico, sendo o fato registrado em ata.

2. 2 Cartilha de Governança Corporativa da CVM

Até março de 1976, o mercado de capitais brasileiro era disciplinado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e fiscalizado pelo Banco Central. Essa estrutura obedecia ao que mencionava a Lei n. 4.728/65. Devido ao significativo desenvolvimento do mercado de capitais, percebeu-se a importância de haver um órgão específico para fiscalização desse mercado. Atendendo a essas expectativas, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), através da Lei n. 6.385/76.

A CVM é o órgão responsável por (a) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, (b) promover o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido e (c) regulamentar as matérias expressas na Lei n. 6.404/76 – Lei das Sociedades por Ações, afóra outras competências.

De acordo com a CVM (2002), a sua Cartilha de Governança Corporativa propõe-se ser um instrumento de divulgação de boas práticas de governança corporativa, e procura estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, sendo uma ponte entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários.

A adoção das recomendações da CVM sobre governança corporativa implica a utilização de suas regulamentações e de padrões de conduta superiores aos exigidos por lei. Por isso, essa cartilha não constitui uma norma cujo descumprimento seja passível de sanção, já que as orientações nela contidas têm caráter facultativo.

A cartilha está organizada em quatro capítulos, com os seguintes temas: transparência – assembleias, estrutura acionária e grupo de controle; estrutura e responsabilidade do conselho de administração; proteção a acionistas minoritários; e auditoria e demonstrações financeiras. A seguir, apresentam-se as recomendações da CVM (2002):

▪ **Transparência – Assembleias, Estrutura Acionária e Grupo de Controle**

- dispõe sobre o prazo, a forma de convocação e a pauta das assembleias gerais de acionistas; deve tornar plenamente acessível a todos os acionistas quaisquer acordo celebrado entre eles; dar publicidade a procedimento-padrão que facilite ao sócio a obtenção da relação dos acionistas com suas respectivas quantidades de ações; o estatuto deve conter os requisitos para exercício do direito de voto e de representação de acionistas em assembleias, orientando também quanto ao processo de votação.

▪ **Estrutura e Responsabilidade do Conselho de Administração**

- é desejável que os membros do conselho de administração sejam independentes da administração, devendo o colegiado atuar de forma coesa, visando sempre à proteção do patrimônio da companhia;
- o conselho de administração deve possuir entre cinco e nove membros, com experiência em finanças e ciências contábeis;
- o mandato dos conselheiros deve ser unificado, fixando-se a duração de um ano, com direito a reeleição;

- o conselho de administração deve proceder a avaliação do desempenho do executivo principal; e
 - os cargos de presidente do conselho de administração e presidente da Diretoria (executivo principal) devem ser exercidos por pessoas distintas.
- **Proteção a Acionistas Minoritários**
- recomenda que as decisões de alta relevância devem ser deliberadas pela maioria do capital social, respeitando o conceito “uma ação = um voto”;
 - no caso de alienação da totalidade do bloco de controle, o adquirente deve dirigir oferta pública a todos os acionistas nas mesmas condições do controlador (*tag along*);
 - o conselho de administração deve certificar-se de que as transações entre partes relacionadas estão claramente refletidas nas demonstrações financeiras e foram feitas por escrito e em condições de mercado;
 - orienta que o estatuto das sociedades deve proibir contratos de prestação de serviços com partes relacionadas, com remuneração baseada em faturamento e receita, e contratos de mútuo com o controlador ou partes relacionadas;
 - se a assembléia geral não deliberar pelo pagamento dos dividendos fixos ou mínimos às ações preferenciais ou a companhia não pagá-los no prazo permitido por lei, tais ações adquirirão imediatamente o direito a voto. Se a companhia deixar de pagar dividendos durante três anos, todas as ações preferenciais adquirirão direito a voto; e
 - o estatuto da organização deve consignar em suas cláusulas que as divergências entre acionistas e a companhia ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários serão solucionadas por meio de arbitragem.

▪ **Auditoria e Demonstrações Financeiras**

- a cada trimestre, juntamente com as demonstrações financeiras, a companhia deve divulgar relatório preparado pela administração contendo a discussão e análise dos fatos que tenham influenciado preponderantemente o resultado, com indicação dos principais fatores de risco, internos e externos, a que está sujeita a companhia;
- o conselho fiscal deve adotar um regimento com procedimentos sobre suas atribuições, com foco no relacionamento com o auditor, e que não limite a atuação individual de seus membros;
- o Comitê de Auditoria deve ser composto por membros do conselho de administração com experiência em finanças, incluindo pelo menos um representante dos acionistas minoritários; deve, ainda, supervisionar o relacionamento com o auditor;
- a companhia deve disponibilizar quaisquer informações solicitadas por membros do conselho fiscal, sem limitações relativas a exercícios anteriores, desde que relacionadas com questões atuais em análise; além dos princípios de contabilidade em vigor no país, a companhia deve adotar as normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo International Accounting Standards Board (IASB) ou as utilizadas nos Estados Unidos da América (United States Generally Accepted Accounting Principles – US GAAP), atestadas por auditor independente;
e
- o documento de recomendações dos auditores deve ser revisado por todos os membros do conselho de administração e do conselho fiscal. As empresas de pequeno porte, para as quais torna-se onerosa a produção das demonstrações em padrões internacionais, devem incluir ao menos uma demonstração de fluxo de caixa. Transações relevantes, que não necessariamente são incluídas nas demonstrações financeiras (*off balance-sheet transactions*), devem ser detalhadas nas Notas Explicativas.

2.3 A Bovespa e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

A criação do Novo Mercado inaugurou uma nova fase no mercado de capitais do país, trazendo como novidade a intervenção do setor privado na liderança do processo de promoção do mercado de capitais, inspirada no *Neuer Markt* da bolsa alemã. Esse assunto tem grande relevância porque marca uma mudança de postura da Bovespa (CARVALHO, 2002, p. 27).

Segundo a Bovespa (2007b), “o Novo Mercado foi criado no final do ano 2000, com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias”. Entretanto, logo se percebeu que as regras para adesão a esse nível eram muito restritivas, como, por exemplo, a existência de apenas uma classe de ações ordinárias com direito a voto. Buscando uma solução, a Bovespa criou duas outras opções para adesão voluntária – os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa.

O propósito da Bovespa (2007c) era oferecer opção para as empresas aderirem às melhores práticas de forma gradual, sendo o Nível 1 o de menor exigência. No Nível 2 as companhias se comprometiam a cumprir um conjunto mais amplo de práticas de governança relacionadas aos direitos societários dos acionistas minoritários. No segmento denominado Novo Mercado, as exigências atingiam o nível máximo de melhores práticas.

Deve-se considerar também o mercado tradicional, segmento com regras de listagem definidas em lei e regulamentadas pela CVM, no qual são negociados também os *Brazilian Depository Receipts* (BDR) – níveis II e III. De acordo com a Bovespa (2007d), os BDRs “são certificados representativos de ações de emissão de companhias abertas, com sede no exterior, e emitidos por instituição depositária no Brasil”. Assim, estão estabelecidos quatro mercados: o mercado tradicional e BDRs, o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado. Segundo a Bovespa (2008a), em fevereiro de 2008 as empresas listadas para negociação em mercado de bolsa totalizaram 449. A Tabela 1 apresenta a distribuição dessas empresas de acordo com os quatro segmentos de listagem.

Tabela 1 – Mercados de listagem da Bovespa

Mercado	Fevereiro - 2008	Participação (%)
Tradicional e BDRs	292	65,0
Novo Mercado	93	20,7
Nível 2	20	4,5
Nível 1	44	9,8
Total	449	100,0

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados Bovespa (2008a).

Assim, de acordo com a Bovespa (2007b), em caso de opção da empresa pela listagem no Novo Mercado ou em um dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, o protocolo formaliza-se mediante contrato assinado pela Bovespa, pelos representantes da companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. Nesse ato, as partes acordam em observar o Regulamento de Listagem do segmento específico, o qual consolida os requisitos a serem atendidos pelas companhias listadas, adequando-as às exigências no prazo estabelecido.

O Novo Mercado é um segmento diferenciado de listagem, destinado a empresas que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de boas práticas de governança corporativa. A principal exigência do Novo Mercado é que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias, com o objetivo de garantir o direito de voto a todos os acionistas. Segundo a Bovespa (2007b), a companhia listada no Novo Mercado deve apresentar os seguintes requisitos:

- extensão, a todos os acionistas, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*);
- realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- conselho de administração com pelo menos cinco membros e mandato unificado de até dois anos, admitida a reeleição. Pelo menos 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes;

- ampliação das informações prestadas, acrescentando as demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa no periódico Informações Trimestrais (ITR), enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa e disponibilizado ao público;
- ampliação das informações relativas a cada exercício social, acrescentando a demonstração dos fluxos de caixa no documento Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa e disponibilizado ao público;
- divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;
- ampliação das informações prestadas, acrescentando ao periódico Informações Anuais (IAN) – enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa e disponibilizado ao público – entre outras, a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia pertencentes aos grupos de acionistas controladores, membros do conselho de administração, diretores e membros do conselho fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- realização de reuniões públicas com analistas e investidores, pelo menos uma vez por ano;
- definição de um calendário anual, contendo a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias e divulgação de resultados;
- divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia efetuadas por acionistas controladores;
- manutenção de uma parcela mínima de ações em circulação, representando pelo menos 25% do capital social da companhia;

- quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; e
- adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

No Nível 1 de governança corporativa, a empresa cumpre apenas as regras de transparência e de dispersão acionária destinadas às empresas do Nível 2 e do Novo Mercado, com exceção da obrigatoriedade de divulgação de demonstrações financeiras de acordo com os padrões IFRS ou US GAAP. A companhia listada no Nível 1 de governança deve apresentar os seguintes requisitos:

- ampliação das informações prestadas, acrescentando as demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa ao periódico Informações Trimestrais (ITR), enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa e disponibilizado ao público;
- ampliação das informações relativas a cada exercício social, acrescentando a demonstração dos fluxos de caixa ao documento Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa e disponibilizado ao público;
- ampliação das informações prestadas, acrescentando ao periódico Informações Anuais (IAN) – enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa e disponibilizado ao público – entre outras, a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia pertencentes aos grupos de acionistas controladores, membros do conselho de administração, diretores e membros do conselho fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- realização de reuniões públicas com analistas e investidores, pelo menos uma vez por ano;
- definição de um calendário anual, contendo a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias e divulgação de resultados;

- divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia efetuadas por acionistas controladores;
- manutenção de uma parcela mínima de ações em circulação, representando pelo menos 25% do capital social da companhia; e
- quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

No Nível 2 de governança corporativa, as empresas se comprometem a cumprir as regras de listagem estabelecidas para o Nível1, bem como cumprir um conjunto mais amplo de práticas de governança, compreendendo:

- divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;
- conselho de administração com pelo menos cinco membros e mandato unificado de até dois anos, admitida a reeleição. No mínimo, 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral;
- extensão das condições obtidas pelos controladores, quando da venda do controle da companhia, a todos os detentores de ações ordinárias, e de, no mínimo, 80% do valor transacionado, aos detentores de ações preferenciais (*tag along*);

- realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, para resolução de conflitos societários; e
- além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléia Geral e incluídos no Estatuto Social da companhia.

3 O PROCESSO DE IMPLEMENTAÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A maioria das grandes empresas brasileiras surgiu entre as décadas de 30 e 60. Grandes empreendedores ergueram empresas familiares, e não fazia parte de seus planos um dia abrir mão do comando de suas organizações, a não ser em favor de filhos e netos. Muitos deles, porém, ver-se-iam forçados a fazer uma escolha entre as seguintes opções: continuar sendo uma empresa familiar com possibilidades limitadas de crescimento, já que um dos insumos básicos das empresas é a captação de recursos, pela via tradicional do empréstimo bancário, o que a cada dia tornava-se mais oneroso; ou profissionalizar a empresa e abrir o seu capital, como forma de garantir seu crescimento e sustentabilidade.

Optar pelo ingresso no mercado de capitais com o objetivo de captar recursos a custos mais baixos pressupõe a preparação da companhia. Segundo Oliveira (2007), “não adianta apenas preparar a abertura, é preciso traçar um plano para o *day after*”. Assim, torna-se necessário estimular práticas de boa governança corporativa.

Contudo, é necessário lembrar que a adoção de boas práticas de governança corporativa não é algo rápido, devendo ser entendida como um “processo”. O dicionário Aurélio define processo como uma sucessão de estados ou de mudanças. Assim, o processo de implementação de boas práticas de governança corporativa deve obedecer a um planejamento detalhado em um fluxo de ações, compreendendo, por exemplo, uma mudança cultural nas formas de tratar os diferentes públicos; o aprofundamento da transparência; a melhoria da comunicação com o mercado, mediante formação de excelente equipe de relações com investidores; e a preservação dos direitos dos minoritários.

Para efeito deste estudo, entende-se que o processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa envolve vários aspectos, como, por exemplo, motivações, etapas de implementação, barreiras enfrentadas e benefícios auferidos. Assim, nesta seção, são apresentadas as motivações para adoção de MPGC, ressaltando-se as principais etapas vivenciadas pelas empresas na construção desse processo, as barreiras enfrentadas, os

benefícios auferidos em decorrência dessa adesão, bem como os principais estudos sobre a construção de índices de práticas de governança corporativa.

3.1 Motivações para Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa

Um dos objetivos da governança corporativa consiste na geração de valor para o acionista, sendo este o benefício mais lembrado, e, por conseguinte, um dos seus principais fatores motivacionais.

Entretanto, segundo Andrade e Rossetti (2006), embora seja um relevante valor corporativo, a governança corporativa por si só não cria valor. É necessário que se tenha um negócio atraente, estrategicamente bem posicionado e bem gerenciado. A partir dessa realidade, as boas práticas de governança corporativa possibilitarão uma melhor gestão e a maximização de valor para os acionistas.

Mello (2007) investigou se a adoção de MPGC impacta no valor de mercado das empresas. A amostra do estudo contemplou as empresas listadas na Bovespa, nos anos 2003, 2004 e 2005. Para tanto, a autora utilizou o Q de Tobin – mediante reaplicação do modelo criado por Leal e Carvalhal-da-Silva (2005). Os resultados obtidos confirmam a hipótese de que a adoção de boas práticas de governança corporativa impacta de maneira positiva e significativa no valor de mercado das empresas brasileiras estudadas.

Por meio de um estudo de evento, Carvalho (2003) realizou pesquisa para medir o efeito da adoção de melhores práticas de governança sobre o valor das ações das empresas. Trata-se de um método que projeta os retornos que deveriam ser obtidos por ocasião da migração de empresas de capital aberto para um dos níveis diferenciados da Bovespa, comparando-os com os retornos efetivamente observados. Os resultados indicam que a migração apresentou efeito positivo sobre o valor das ações das empresas.

Bridger (2006) investigou o impacto da adesão voluntária para os Níveis Diferenciados de governança corporativa 1 e 2 e Novo Mercado. Para tanto, foram utilizadas variáveis de governança e variáveis de valor. Os resultados mostraram que a variável de adesão ao Novo Mercado apresentou o resultado mais significativo para a determinação do valor de mercado. Em relação aos outros níveis (1 e 2), a adesão não apresentou resultados significativos, o que leva à dedução de que o mercado valoriza mais as empresas comprometidas com MPGC, no caso aquelas listadas no Novo Mercado.

Alguns estudos sobre finanças (GOULART, 2003, p. 35; CARVALHO, 2003, p. 12; VIEIRA; MENDES, 2004, p. 117; BOVESPA, 2007b, p. 1; OLIVEIRA, 2007, p. 26) afirmam que a adoção de boas práticas de governança corporativa tem relação com a redução do custo de capital. O próprio objetivo do Código do IBGC é claro quando afirma que “visa aumentar o valor da sociedade, melhorar seu desempenho, facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos”.

Goulart (2003) explica que em ambiente globalizado há a tendência natural de o capital caminhar em direção às empresas que adotam melhores práticas, e que por isso gozam de aceitação no mercado, o que pressupõe haver a proteção ao investidor e elevados padrões de evidenciação. Como consequência desse bom sistema de governança, pode ocorrer redução do custo de capital e a estabilização no acesso às fontes de financiamento.

Segundo a Bovespa (2007b), a redução do custo de capital em empresas comprometidas com MPGC seria consequência da maior credibilidade oriunda dessa condição, que, por sua vez, aumentaria a confiança e a disposição dos investidores, elevando o preço de suas ações e, dessa forma, reduzindo seu custo de capital.

Estudos de Vieira e Mendes (2004) vêm corroborar essas expectativas. Ao calcular a relação existente entre valor da ação e lucro líquido por ação, os autores constataram que as empresas participantes do Índice de Governança Corporativa (IGC) apresentavam significativa superioridade em relação a outros índices da pesquisa, quando se tratava de avaliar o preço da ação em relação ao lucro líquido. Para Vieira e Mendes (2004), “tal resultado corrobora as conclusões existentes sobre o assunto, as quais afirmam que as práticas de governança são capazes de reduzir o custo de capital”.

Por outro lado, outras pesquisas apresentam opiniões contrárias a essas premissas. Utilizando o método *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), Salmasi (2007) investigou se, no período entre julho de 2005 e junho de 2006, as empresas que adotavam MPGC, listadas nos segmentos diferenciados da Bovespa, possuíam menor custo de capital próprio, em comparação com empresas que não adotam tais práticas. Os resultados mostraram que o custo de capital próprio é maior em empresas que aderiram às MPGC do que nas demais.

Mezer (2007) investigou se há relação entre o nível de transparência e o custo do capital próprio das empresas que compõem o índice Bovespa na data-base 29 de dezembro de 2005. Os resultados da análise mostraram que apenas 15,7% da variação do custo do capital se devem às variações da variável independente transparência. Segundo a autora, “os resultados não permitem afirmar que um maior grau de transparência implica uma maior redução do custo de capital das empresas brasileiras no período estudado”.

Lanzana (2004) e Alencar (2005) realizaram estudos semelhantes aos citados, procurando verificar se há relação entre *disclosure* e governança corporativa, utilizando como amostra grupo de empresas com ações na Bovespa durante o ano de 2002. Nos resultados dos dois estudos não ficou provado que um grau mais elevado de transparência resulta em uma significativa redução do custo de capital.

Na literatura sobre finanças, podem-se encontrar vários estudos que admitem haver relação entre o uso de MPGC e liquidez. Por meio da metodologia de estudo de eventos, Carvalho (2003, p. 12), Rogers (2006) e Quental (2007), avaliaram os efeitos da migração para os Níveis Diferenciados de governança corporativa da Bovespa. Os resultados revelaram que a migração de tais empresas aumenta a liquidez e torna os negócios menos expostos a riscos externos.

Em relação à volatilidade das ações, Vieira e Mendes (2004) observam que, segundo a Bovespa, a utilização de MPGC aumenta o grau de segurança oferecido aos acionistas e eleva o nível da qualidade das informações prestadas pela empresa, obtendo como resultados principais uma menor volatilidade das ações e retornos acima da média do mercado. Investigando a respeito da volatilidade, os autores fizeram um comparativo entre empresas pertencentes ao IGC, no tocante a outros índices, concluindo que “os testes mostraram que o

IGC apresenta maior rigidez quando se trata de retornos negativos, ou seja, as ações se comportam de maneira mais estável diante das tendências de baixa”.

Cicogna (2007) investigou se empresas atuantes nos Níveis Diferenciados de governança corporativa aumentam seu acesso ao crédito em comparação com as empresas do mercado tradicional. Os resultados dos testes mostraram que as empresas pertencentes aos Níveis Diferenciados de governança corporativa da Bovespa, portanto, usuárias de regras mais rígidas de governança corporativa, possuem menor volume de dívidas totais em sua estrutura de capital, em função do endividamento de curto prazo e menor participação das dívidas onerosas, podendo-se concluir, então, que melhores níveis de governança corporativa podem facilitar o acesso ao crédito.

A imagem da organização consiste também num importante fator motivador relacionado às MPGC. Pesquisa conduzida por Nardi e Nakao (2006) investigou se as adesões aos segmentos diferenciados da Bovespa causam impacto na imagem institucional das empresas. Os resultados mostraram que as empresas enquadradas nesses segmentos obtiveram melhora significativa na imagem, isto é, conseguiram criar uma imagem positiva na mente dos integrantes do grupo de interesse – *shareholders* e *stakeholders* –, o que leva a crer que as empresas listadas nos segmentos diferenciados da Bovespa auferem maiores benefícios na imagem institucional do que as empresas não listadas, conforme é afirmado pela Bovespa.

Verifica-se que são inúmeros os estudos que tratam sobre os impactos da adoção de MPGC nas empresas. O senso comum admite que a decisão de uma empresa pela adoção um bom sistema de governança corporativa tem um objetivo específico ou um fator motivador. Entretanto, não são comuns na literatura estudos que procuram identificar especificamente as motivações que levam as empresas à adoção dessas práticas.

Uma das raras exceções a essa situação é um amplo estudo realizado pelo IBGC (2006a), abordando estudos de caso em quinze empresas brasileiras de controle familiar no tocante à aplicação de MPGC. O estudo identificou as principais motivações que levaram as empresas a melhorar suas práticas de governança corporativa.

Metodologicamente, todos os estudos de caso foram realizados em duas etapas. Inicialmente, as companhias responderam a um amplo questionário, baseado no Código das

Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC. A segunda etapa consistiu num aspecto mais qualitativo, relativo à adoção de melhores práticas de governança. Para isso, foram realizadas entrevistas com os representantes das empresas. Nesse sentido, um dos objetivos da pesquisa foi a identificação das principais motivações dessas empresas para a adoção de boas práticas de governança corporativa.

De acordo com o IBGC (2006a), a principal motivação para adesão às MPGC foi o desejo de perpetuar o modelo de negócio. Dessa forma, a adoção de boas práticas de governança foi vista por muitas empresas como parte de seus projetos de institucionalização (menor dependência de pessoas específicas), isto é, o aprimoramento das práticas de governança deve ser utilizado para viabilizar a perpetuidade da empresa após a saída de pessoas-chave das atividades executivas. Vale ressaltar que, de acordo com a visão de vários empresários sobre a necessidade de perenizar as empresas, seria necessário separar a família da gestão, assim como definir claramente os papéis dos executivos, os dos acionistas e os dos demais familiares, de modo a possibilitar uma melhor percepção dos papéis corporativos por parte dos investidores.

Outro fator motivador apontado na pesquisa do IBGC (2006a) foi a viabilização do processo de sucessão de lideranças sem perda das experiências acumuladas dos controladores. Segundo Bernhoeft e Gallo (2003), a sucessão é um processo que não pode ser visto apenas em função do controle acionário, ou encarado como uma simples questão de negócio. Exige dedicação e prudência, para que a escolha possa viabilizar a continuidade da empresa. Nesse aspecto, resalta Santos (2007), “implementar regras de governança e separar o que é de interesse da empresa e da família são muito importantes para o bom andamento dos negócios, mesmo na ausência do fundador”.

Um fator bastante lembrado na pesquisa do IBGC (2006a) foi a profissionalização da gestão como forma de viabilizar a adoção de MPGC. Segundo Souza (2006), a profissionalização da empresa e da diretoria executiva não consiste mais numa tendência ou estratégia. Trata-se de uma imposição do mercado, devido à necessidade da separação entre propriedade e gestão. Segundo o autor, além desse fato, é igualmente relevante lembrar que a profissionalização evita a sobreposição dos interesses pessoais dos sócios e dos sucessores aos interesses da empresa. Caetano (2003) cita um estudo realizado em 2001 pela Fundação Dom Cabral entre as quinhentas maiores empresas do país, ressaltando que 67,7% das empresas

apontaram a profissionalização como a principal motivação para a adoção de modelos formalizados de governança corporativa.

Diversas empresas também citaram como motivação relevante a ampliação de alternativas de financiamento de credores e acionistas. É o caso de empresas jovens ou daquelas de capital intensivo, segundo as quais a adoção de boas práticas de governança corporativa seria uma forma eficaz de conferir maior credibilidade a seus investidores (incluindo credores), aumentando as chances de sucesso do negócio (IBGC, 2006a, p. 52).

Segundo o IBGC (2006a), diversas empresas adotaram melhores práticas motivadas também pela entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais, assim como vislumbrando a possibilidade de maior internacionalização de suas operações. Assim, a adoção de boas práticas de governança contribuiria, portanto, para uma melhor imagem institucional da companhia. Tudo isso se traduz em maior visão de longo prazo, maior penetração entre investidores estrangeiros e maior garantia de retorno sobre o investimento.

A abertura de capital foi outra medida apontada no estudo do IBGC (2006a) como fator de motivação para a adoção de MPGC. Como é natural pensar, a abertura de capital em algumas empresas da pesquisa não teve como objetivo principal a captação de recursos a um menor custo. Isso se deve ao fato de algumas empresas apresentarem uma ótima situação financeira e forte geração de caixa.

Além dos fatores motivacionais já descritos, a pesquisa cita ainda os seguintes: a) alcançar ambiente meritocrático, a fim de aumentar a retenção de talentos; b) melhorar o relacionamento entre os acionistas componentes do bloco de controle; c) garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais; d) recuperar a confiança dos investidores; e) possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores; f) melhorar o processo de precificação das ações da empresa; g) promover um maior alinhamento entre proprietários, conselho de administração e diretoria executiva; h) reduzir a volatilidade das ações da empresa; e i) melhorar o trabalho da alta gestão no processo de estruturação e de melhoria do desempenho operacional.

Com base na revisão da literatura apresentada, o Quadro 2 relaciona as principais motivações que podem levar as empresas a adotarem MPGC.

Categoria	Componentes
Motivações para adoção de melhores práticas de governança corporativa	1. Perpetuar a empresa
	2. Profissionalizar a empresa
	3. Alcançar ambiente meritocrático, a fim de aumentar a retenção de talentos
	4. Melhorar a imagem institucional
	5. Melhorar o relacionamento entre os acionistas componentes do bloco de controle
	6. Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais
	7. Melhorar o processo sucessório
	8. Aumentar a captação de recursos junto a credores e acionistas
	9. Facilitar a internacionalização das operações da empresa
	10. Viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais
	11. Recuperar a confiança dos investidores
	12. Possibilitar uma melhor percepção dos papéis corporativos pelos investidores
	13. Possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores
	14. Melhorar o processo de precificação das ações da empresa
	15. Promover um maior alinhamento entre proprietários, conselho de administração e diretoria executiva
	16. Reduzir conflitos de interesses
	17. Valorizar as ações da empresa
	18. Aumentar a liquidez das ações da empresa
	19. Reduzir o custo de capital
	20. Agregar valor para os acionistas
	21. Reduzir a volatilidade das ações da empresa
	22. Facilitar o acesso ao crédito
	23. Melhorar o processo decisório
	24. Melhorar o trabalho da alta gestão no processo de estruturação e de melhoria do desempenho operacional
	25. Viabilizar a abertura de capital

Quadro 2 – Principais motivações para adoção de melhores práticas de governança corporativa. Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados do IBCG (2006a, p. 51-54).

3.2 Etapas de Implementação de Melhores Práticas de Governança Corporativa – Estudos de Caso no Brasil

Não são comuns os estudos acerca das etapas do processo de implementação de boas práticas de governança corporativa. Com exceção do estudo do IBGC (2006a) e do estudo do International Finance Corporation (IFC) (2006), não foram encontradas pesquisas que tenham investigado especificamente este assunto. Assim, discorre-se nesta seção sobre as principais etapas do processo de implementação de boas práticas de governança corporativa vivenciadas pelas empresas pesquisadas nos dois estudos.

3.2.1 Estudos de Caso – IBGC

O estudo do IBGC (2006a) teve como foco as empresas de controle familiar brasileiras com estágio maduro de desenvolvimento. Inicialmente a amostra contou com 72 empresas passíveis de avaliação. Após aplicação dos critérios de escolha, a amostra final reuniu quinze empresas. Ressalte-se que algumas delas foram estudadas simultaneamente, tanto pelo IBGC (2006a) como pelo IFC (2006). Desse modo, a seguir são relatados os estudos das etapas do processo de implementação das seguintes empresas: Banco Itaú Holding Financeira S/A, Gerdau S/A, Gol Linhas Áreas Inteligentes S/A, Klabin S/A, Localiza Rent a Car S/A, Pão de Açúcar – Companhia Brasileira de Distribuição S/A, Randon S/A Implementos e Participações, Sadia S/A, Saraiva S/A Livreiros Editores e Weg S/A.

Banco Itaú Holding Financeira S/A

No caso do Banco Itaú Holding Financeira S/A, o processo de implementação contou com o comprometimento incondicional da alta administração. Em 1995, numa postura proativa, tiveram início as discussões para a criação da área de relações com investidores, formalmente instituída em 1999. O processo de implementação de MPGC no Itaú foi realizado com recursos internos, sem auxílio de consultoria externa, uma vez que fora previamente implementado um processo de aculturação, o que diminuiu a resistência enfrentada no início. No período que se iniciou em 1995, indo até o final de 2004, as principais etapas vivenciadas pela empresa no processo de implementação das práticas de governança foram: a) criação da área de relação com investidores (RI); b) eleição de membros independentes para o conselho de administração e para o conselho fiscal; c) publicação do regimento interno do conselho fiscal; d) lançamento de novo código de ética corporativo; e) elaboração de *website* de RI em três idiomas; f) *tag along* para todos os acionistas; g) instalação de Comitês do Conselho; e h) instituição do Comitê de Auditoria, com dois conselheiros independentes e um externo.

Gerdau S/A

O processo de implementação de MPGC na Gerdau teve início com a decisão de realizar uma reestruturação nas esferas organizacional e societária. Outra decisão adotada

pelos controladores consistiu em suspender o repasse anual de 10% do lucro da empresa para a família Gerdau antes da distribuição dos dividendos, fato que causou impacto positivo entre os investidores. Outras etapas vivenciadas: a) instalação dos comitês do conselho de administração (comitê de finanças, comitê de tecnologia e comitê de remuneração); b) mudanças no conselho fiscal, que passou a ser permanente; c) a companhia passou a oferecer voluntariamente o direito a *tag along* de 100% para ações tanto ordinárias quanto preferenciais; d) adequação à Lei Sarbanes-Oxley; e e) adesão ao Nível 1 de governança corporativa.

Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A

Em 2002, a Gol começou a traçar planos para a abertura de capital. Em 2003, a empresa publicou o balanço nos padrões US GAAP, criando, no mesmo ano, o código de ética e o código de conduta. Em 2003, houve um projeto de implantação de boas práticas de governança corporativa, que foi conduzido pelos executivos internos da empresa. Em 2004 a Gol abriu seu capital no Nível 2 de governança corporativa e realizou mudanças no conselho de administração, sendo eleitos três membros independentes. Em 2005, a Gol criou os comitês de divulgação e de Tecnologia da Informação. Além destes, a Gol criou o comitê de auditoria composto por pessoas especialistas em áreas de auditoria, finanças e contabilidade, conforme as recomendações da SEC.

Klabin S/A

Na Klabin, a implementação de boas práticas governança teve início na década de 80, quando a empresa decidiu separar a propriedade da gestão, para maior transparência das informações, seguindo-se a abertura de capital e a reestruturação da carteira de negócios. Em 2002 a empresa aderiu ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa. Ainda em 2002, a companhia publicou o balanço nos padrões US GAAP. Em 2003, a empresa adotou o programa de ADRs, Nível 1. Em 2005 deu-se a concessão de direitos de *tag along* de 70% aos detentores de ações preferenciais. Atualmente, o conselho de administração compõe-se de treze membros, com igual número de suplentes, sendo oito deles indicados pelas famílias controladoras, dois indicados por outro ramo familiar (mas fora do bloco de controle), dois indicados por um investidor institucional e um deles indicado pelo BNDES, detentor de parcela significativa das ações preferenciais da empresa.

Localiza Rent a Car S/A

A Localiza foi fundada em 1973, tendo desde o início adotado a estratégia de qualidade total, bons serviços e diferenciação. Ao contrário de suas concorrentes, a companhia iniciou a expansão de suas atividades no final da década de 70, com abertura de várias filiais pela Região Nordeste, estratégia que se mostrou fundamental para o rápido crescimento e diferenciação da empresa, que em pouco tempo já operava em praticamente todas as capitais do país. Em 1981, começou a operar em São Paulo e, no mesmo ano, tornou-se a maior empresa do ramo de aluguel de carros do país. Na Localiza as etapas do processo de implementação de boas práticas de governança baseou-se nos quatro princípios fundamentais de governança como segue: Práticas de transparência: a) desenvolvimento de uma política ágil de informações ao mercado; b) estruturação de um *website* bilíngüe de relações com investidores e com informações relevantes sobre a empresa; e c) comunicação imediata de atos ou fatos relevantes por meio de *mailing* com 4.200 endereços. Práticas de equidade: a) adesão ao Novo Mercado, com emissão exclusiva de ações ordinárias; b) definição de uma política de dividendos clara e transparente para o mercado; e c) elaboração de um código de ética. Práticas de prestação de contas: a) elaboração de balanços de acordo com o padrão internacional US GAAP; e b) eleição de dois conselheiros independentes. Práticas de conformidade: a) constituição de um comitê de ética; e b) constituição de um comitê de divulgação, para avaliar os procedimentos de elaboração dos relatórios públicos e a qualidade das informações divulgadas.

Pão de Açúcar – Companhia Brasileira de Distribuição S/A

O Pão de Açúcar deu início ao processo de profissionalização de sua gestão alguns anos antes da abertura de seu capital, em 1995. Assim, a abertura de capital é considerada o primeiro marco no processo de adoção de práticas de governança na empresa. Dentre as etapas do processo de adequação às MPGC, destacam-se: a) eleição do primeiro CEO não-membro da família controladora; b) criação de comitês e alteração da composição do conselho de administração; c) adesão ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa; d) adequação da empresa à Lei Sarbanes-Oxley; e e) contratação de um formador de mercado.

Randon S/A Implementos e Participações

Embora tenha aberto seu capital em 1971, somente em 1993 a Randon deu o primeiro passo voltado para a adoção de MPGC, ao dar início ao processo de profissionalização de seu conselho de administração. Seis anos mais tarde, em 1999 seria implantado o Conselho de Família (que definiu as regras formais para entrada de novos membros da família). Outro avanço em termos de governança foi a clara separação entre os papéis do conselho de administração e os do conselho de família. Em 2001, a Randon aderiu ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa, sendo uma das pioneiras a assumir esse compromisso. Em 2003, a empresa mudou a composição do seu conselho de administração colocando dois membros independentes. Em 2006, a empresa realizou oferta pública de ações.

Sadia S/A

O processo de implementação MPGC na Sadia vem de longa data. Seu conselho de administração foi criado em 1964, bem antes da abertura de capital, que ocorreu em 1971, ocasião em que a empresa passou a ser listada na Bovespa. Dentre as etapas relacionadas ao processo de implementação de práticas de governança na Sadia, destacam-se: a) criação do conselho de administração (1964); b) abertura de capital (1971); c) criação do Comitê de Auditoria (1994); d) implementação, em 1994, de um projeto de racionalização e de reestruturação societária, que levou a empresa a se consolidar em uma única companhia aberta, a Sadia S/A; e) lançamento, em 2001, de ADR Nível 2 da New York Stock Exchange (NYSE), e adesão ao Nível 1 de governança da Bovespa. f) em 2004, a Sadia elegeu seu novo conselho de administração, com maioria de membros independentes. Ainda em 2004, a presidência executiva passou a ser exercida por executivo do mercado, e lançamento de ações preferenciais no Latibex (Índice da Bolsa de Madri) g) mercado de empresas latino-americanas, e instalação do conselho fiscal; e h) reestruturação do Comitê de Auditoria, em total conformidade com a SOX.

Saraiva S/A Livreiros Editores

As primeiras ações implementadas pela Saraiva para adoção de MPGC começaram a acontecer no ano 2000, quando a companhia se tornou a primeira empresa brasileira a registrar em estatuto a concessão do *tag along* a seus acionistas minoritários. No mesmo ano,

a empresa modificou sua política de dividendos, passando a distribuir caixa que excedesse 25% dos ativos totais, caso isso ocorresse por quatro trimestres consecutivos. Em 2001 a Saraiva passou a fazer parte do programa de ADR e do Nível 1, negociando seus papéis nos Estados Unidos. Dando prosseguimento ao processo de implementação de MPGC destacam-se as seguintes etapas: a) reformulação e modernização do *website*; b) criação do setor de RI; c) entrada de um conselheiro independente especializado, por indicação dos acionistas minoritários; d) contratação de uma empresa especializada para reestruturar os demonstrativos financeiros; e) reestruturação estatutária; e f) migração para o Nível 2 de governança da Bovespa em 2006.

Weg S/A

Dois dos princípios básicos da governança corporativa em debate no mundo atualmente, já vinham sendo praticados pela Weg havia mais de três décadas. Em 1971 a empresa passou a ser auditada por auditoria externa. Em 1976, as exigências da Lei n. 6.404/76 causaram mudanças no conselho de administração, com o ingresso de três conselheiros externos. Em 2001 a Weg passou a fazer parte do Nível 1 da Bovespa, e em 2002 a empresa passou a conceder voluntariamente direitos de *tag along* de 80% aos detentores de ações preferenciais. Foi instituído o conselho de família, com o objetivo de separar claramente as questões familiares das questões corporativas. Um acordo de acionistas para venda de um bloco de ações possibilitou aumentar significativamente o *free float* e a liquidez dos papéis da empresa. Em 2005 foi criada a área de RI, com o principal objetivo de aprimorar o relacionamento da empresa com seus acionistas. Destaca-se que parcela significativa das ações em circulação da Weg estão em posse de investidores estrangeiros (cerca de 56% do *free float*), o que reforça a importância de área de RI bem estruturada.

3.2.2 Estudos de Caso – IFC

A International Finance Corporation (IFC) é uma instituição pertencente ao grupo do Banco Mundial, fundada há 52 anos, destacando-se entre seus objetivos trabalhar para a melhoria da governança corporativa das empresas em várias regiões, principalmente na América Latina. Em 2006, o IFC realizou estudos de caso de boa governança de treze

empresas latino-americanas, incluindo-se oito companhias brasileiras – Embraer, Companhia de Concessões Rodoviárias S/A, CPFL Energia, Marcopolo S/A, Natura Cosméticos S/A, Net Serviços de Comunicação S/A, Suzano Petroquímica S/A e Ultrapar Participações S/A –, cujas etapas dos processos de implementação de melhores práticas de governança corporativa são detalhadas adiante.

Embraer

Para chegar ao *status* de uma das maiores fabricantes de aeronaves do mundo, a Embraer passou por um longo processo de transformação cultural, que começou com a privatização da companhia em 1994. Por ser uma empresa estratégica para o governo brasileiro, a Embraer traz consigo uma série de implicações para a governança da empresa. A seguir, relata-se algumas das etapas do processo de implantação de MPGC na empresa: Em 2005, o conselho de administração, após ouvir o seu Comitê Consultivo, implementou alterações na remuneração dos membros da Diretoria Executiva e de alguns empregados de nível sênior. Com a aprovação da maioria de seus acionistas, em março de 2006 a Embraer implantou uma nova estrutura societária, composta por uma única classe de ações – as ordinárias –, fato que deu mais transparência às práticas de governança corporativa da empresa. Ainda em março de 2006, a empresa aprovou o novo estatuto, criando mecanismos de proteção objetivando dar maior liquidez às ações da companhia. Outras etapas importantes foram vivenciadas pela empresa com vistas a modernizar as práticas de governança corporativa, destacando-se: a) adequação da empresa à Lei Sarbanes-Oxley; b) mudança no conselho fiscal, que passou a ser composto por cinco membros, sendo um deles especialista em finanças; c) relatórios financeiros da companhia observando normas internacionais de acordo com o *BR GAAP* e com o *US GAAP*; d) em junho de 2006 a Embraer colocou suas ações no Novo Mercado, bem como os American Depositary Shares (ADS), Nível III na Bolsa de Valores de Nova Iorque.

Companhia de Concessões Rodoviárias S/A (CCR)

A CCR é uma empresa do ramo de construção civil que, embora sendo uma *holding* que reúne importantes grupos econômicos, necessitava apresentar-se no mercado de uma forma clara, isto é, mostrando maior transparência nas suas operações. As principais etapas vivenciadas pela companhia no processo de implantação de MPGC foram: a) contratação de

uma empresa de consultoria internacional com o objetivo de realizar a reestruturação societária, em 1998; b) entrada de sócio estratégico (Brisa Auto Estrada de Portugal S/A), que adquiriu 20% das ações da empresa; c) definição de um novo modelo de governança, sendo redigido um “Manual de Governança Corporativa”, no qual se estabelecia toda a dinâmica das relações no âmbito da companhia; d) instalação do Comitê de Governança Corporativa; e) elaboração de um sistema de remuneração variável, visando ao alinhamento dos interesses de executivos e acionistas, bem como a atração e retenção de talentos; f) em novembro de 2001, a CCR tornou-se a primeira empresa a listar suas ações no Novo Mercado; g) realização da segunda oferta pública de ações e ampliação do *free float* para 30%.

CPFL Energia

A CPFL Energia teve sua origem no começo do século XX (1912), quando foi fundada a Companhia Paulista de Força e Luz, mais conhecida atualmente como CPFL Paulista. De uma série de ações implementadas pela CPFL com vistas à implantação de MPGC, destacam-se: a) início de um processo de transformação na estrutura de governança em 1997; b) definição de regras claras para separação das funções de presidente do conselho de administração das de Diretor Executivo (CEO); c) realização de acordo, assinado pelos acionistas controladores, que previa a criação da CPFL Energia; d) implantação de modelo de governança corporativa; e) listagem das ações da empresa no Novo Mercado da Bovespa e lançamento de ADR na NYSE; f) concessão de *tag along* de 100% a todos os acionistas; g) criação dos comitês do conselho de administração; h) adequação da empresa à Lei Sarbanes-Oxley, principalmente no que tange às regulamentações da seção 404; e i) mudança no tamanho e na composição do conselho de administração, que diminuiu de doze para sete membros.

Marcopolo S/A

Fundada em 1949, a Marcopolo atua na produção de carrocerias de ônibus. Mesmo antes de eclodir o movimento em torno das MPGC, a empresa já era orientada pela idéia de um bom relacionamento com seus acionistas. O processo de implementação de boas práticas de governança na Marcopolo foi desenvolvido ao longo de sua trajetória, como se pode observar na seqüência: a) entrada de investidor institucional ativo nas questões de governança corporativa em 1998; b) reestruturação no tamanho e na composição do conselho de

administração em 2001; c) adesão ao Nível 2 de governança corporativa; d) início da concessão de *tag along* garantindo 100% para as ações ON (com direito a voto) e em 80% para as ações PN; e) em 2004, nova mudança no conselho de administração, que passaria a contar com seis membros, para aumentar a representatividade (quatro indicados pelos controladores e dois externos independentes, sendo um indicado pelos minoritários e outro pelos preferencialistas); f) aprovação do conselho de ética em 2005; g) criação do conselho de herdeiros (objetivando a orientação para a sucessão); h) criação de quatro comitês (Auditoria e Riscos – Inovação e Estratégia – Recursos Humanos – Ética); e i) em 2006, foi dado importante passo no rumo da plena adoção de boas práticas de governança corporativa: Paulo Bellini afasta-se do cargo de Presidente Executivo, permanecendo apenas como presidente do conselho de administração. Com isso, a empresa contratou um experiente administrador profissional para o cargo de CEO.

Natura Cosméticos S/A

Maior empresa brasileira do setor de cosméticos, produtos de higiene e perfumaria, a Natura foi fundada em 1969. Atualmente, é líder do setor no Brasil. A empresa sempre pautou sua atuação com elevada preocupação ambiental e social. A contratação de uma empresa de auditoria independente foi uma das primeiras práticas de governança corporativa implementadas pela Natura, quando seu capital ainda era fechado. Outras práticas adotadas pela Natura: a) criação do conselho de administração em 1989; b) criação dos Comitês de Auditoria e Administração de Risco; c) criação do Comitê de Recursos Humanos em 2001; d) abertura do capital e listagem de suas ações no Novo Mercado da Bovespa em 2003; e) concessão de *tag along*; e f) criação da área de Responsabilidade Corporativa.

Net Serviços de Comunicação S/A

Fundada em 1994, em 1996 a Net abriu seu capital. Dentre as demais etapas no sentido da implementação do processo MPGC pela Net, destacam-se: a) colocação de suas ações no Nível 1 da Bovespa, em 2001, e registro de *American Depositary Shares* (ADS) na bolsa norte-americana Nasdaq, como parte da estratégia de diversificação de sua base de financiamento; b) em 2002 houve o ingresso na Latibex e a migração para o Nível 2 de governança corporativa da Bovespa; c) a empresa concedeu 100% de *tag along* a todos os acionistas e, além disso, todos os acionistas minoritários passaram a ter direito a voto; d) em

2003, a Net promoveu a instalação do comitê de divulgação, e nesse mesmo ano, passou a certificar as demonstrações financeiras nos moldes da seção 302 da Lei Sarbanes-Oxley; e) em 2004, a companhia iniciou o processo de adequação à Lei Sarbanes-Oxley; e f) em 2005, a Net instalou seu conselho fiscal em total conformidade com a Lei Sarbanes-Oxley, isto é, com seus três membros independentes e eleitos por acionistas minoritários. Ainda em 2005, ocorreu a entrada de sócio estratégico (Telmex).

Suzano Petroquímica S/A

Oriundo do setor de papel e celulose, o Grupo Suzano iniciou suas atividades no setor petroquímico em 1974. A Suzano Petroquímica foi constituída em setembro de 2001 com o intuito de separar os negócios de papel e celulose e de petroquímica. Em razão do curto tempo de vida da Suzano Petroquímica, a implementação das práticas de governança tem ocorrido de forma contínua. As principais etapas percorridas pela nova empresa, a Suzano Petroquímica na direção de melhorar as práticas de governança foram: a) Inicialmente, a empresa abriu seu capital e listou ações na Bovespa em abril de 2002; b) em 2003, ocorreu a implantação de um amplo processo de reestruturação societária e organizacional em todo o grupo Suzano, consolidando um novo modelo de gestão e governança corporativa; c) em 2004, a empresa passou por importantes aprimoramentos nas práticas de governança, o que possibilitou: d) adesão ao Nível 2 de governança da Bovespa; e) ainda em 2004, criação da área de RI e do *website*; e f) eleição de novos conselheiros independentes em 2005, e reestruturação societária, com a transformação da Suzano Petroquímica de *holding* para uma sociedade operacional.

Ultrapar Participações S/A

A Ultrapar é originária da Companhia de Gás, fundada em 1937, responsável pela introdução do gás liquefeito de petróleo (GLP) no país. As primeiras ações objetivando a implantação de MPGC aconteceram ainda nos anos 80, quando a empresa decidiu profissionalizar-se e introduzir o conceito de alinhamento de interesses visando à criação de valor das suas ações por meio de um plano de remuneração com ações da companhia. Daí em diante, foram implementadas outras iniciativas em favor da adoção de boas práticas de governança, destacando-se: a) início da profissionalização, nos anos 80; b) plano de remuneração de executivos com ações, visando à retenção de talentos; c) acordo de acionistas

para transferência de ações para herdeiros e executivos como parte do futuro processo de sucessão; d) abertura de capital em 1999, e adesão à NYSE, referente ao programa de ADR Nível III; e) novo plano de remuneração variável dos executivos com base no valor econômico; f) em 1999 a empresa concedeu *tag along* de 100% para todos os tipos de ações, com ou sem direito a voto, indo acima do que determinava a lei (80% de *tag along* para ações ordinárias); g) mudança no tamanho e na composição do conselho de administração, que atualmente conta com sete membros; h) concessão, aos acionistas minoritários, do direito de eleger membros do conselho de administração; i) criação do código de ética; j) criação dos Comitês de Auditoria, Remuneração e Ética; l) adesão ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa, em 2005.

O Quadro 3 apresenta as principais etapas vivenciadas na implementação das MPGC pelas empresas brasileiras abordadas no estudo do IBGC (2006a) e do IFC (2006).

Categoria	Componentes
Etapas do processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa	1. Mudança no tamanho e na composição do conselho de administração
	2. Criação de comitês do conselho de administração
	3. Entrada de sócios estratégicos e/ou investidores institucionais como acionistas
	4. Abertura de capital na Bovespa com adesão aos níveis diferenciados de governança
	5. Adesão aos programas de ADRs
	6. Criação da área relação com investidores (RI) e de uma seção para os investidores no <i>website</i> da empresa
	7. Identificação de um diretor-presidente não pertencente à família controladora para dirigir a companhia
	8. Concessão de <i>tag along</i> para ações preferenciais
	9. Reestruturação societária
	10. Introdução do código de conduta
	11. Contratação de auditoria independente
	12. Elaboração de acordo de acionistas (organização e definição de regras para acionistas do bloco de controle)
	13. Definição de um novo modelo de governança
	14. Definição de política de dividendos clara e regular
	15. Definição de regras para separação entre propriedade (famílias controladoras) e gestão (empresas)
	16. Elaboração de sistema de remuneração variável dos executivos com base em métricas do valor econômico
	17. Elaboração de balanços em IFRS ou US GAAP
	18. Instalação do conselho fiscal
	19. Realização de assembleias anuais com presença significativa de minoritários
	20. Realização de oferta pública secundária de ações em posse de grandes investidores, visando a liquidez das ações na bolsa

Quadro 3 – Principais etapas do processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa. Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados do IBGC (2006a, p. 54-57) e IFC (2006).

3.3 Barreiras à Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa

Boas práticas de governança corporativa estão cada vez mais relacionadas às idéias de criação de valor para o acionista e promoção do desenvolvimento econômico. Acredita-se que essas idéias estejam entre as principais razões do crescimento observado no número de empresas que adotam melhores práticas de governança em todo o mundo.

No Brasil, como mostrado na seção anterior, um dos instrumentos de incentivo ao desenvolvimento do mercado de capitais e de boas práticas de governança foi a criação do Novo Mercado. Entretanto, reconheceu-se que as regras para adesão ao Novo Mercado eram bastante restritivas, de modo que muitas empresas não reuniriam condições para atendê-las, razão pela qual a Bovespa criou dois novos níveis, denominados Nível 1 e Nível 2 de governança corporativa.

Esse fato revelou-se promissor, e apesar de uma tímida adesão no início de 2001, com apenas dezoito empresas colocando suas ações no mercado, observou-se uma tendência de crescimento nos anos seguintes. Segundo a Bovespa (2008a), entre 2006 e 2007 o número de empresas listadas no Novo Mercado e nos Níveis Diferenciados cresceu 66%, saltando de 94 para 156. Dados da Bovespa (2008b) mostram que já são 449 empresas distribuídas entre os quatro mercados de listagem (vide Tabela 1).

Apesar desse cenário positivo e das iniciativas institucionais e governamentais que contribuíram para a melhoria das práticas de governança no país, como, por exemplo, a criação do IBGC e do seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, a criação do Novo Mercado, a reforma da Lei n. 6.404/76, ocorrida em 2001, com a edição da Lei n. 10.303/01, bem como as ações de incentivo do BNDES para empresas com práticas de governança, observa-se que o mercado tradicional ainda detém a maior proporção de empresas com 65% do total (vide Tabela1).

Numa rápida análise desses dados, pode-se inferir que se a observância de melhores práticas traz tantos benefícios às empresas, como se apresenta na literatura e como foi comprovado em estudos empíricos já citados, o fato de a maioria das empresas ainda atuar no

mercado tradicional sugere que há barreiras à adesão de empresas desse mercado para os níveis diferenciados da Bovespa.

Levantamento realizado por Andrade e Rossetti (2006) comprova a baixa adesão das companhias do mercado tradicional aos segmentos diferenciados. Os autores constataram que no final de 2005, a maioria das empresas que migraram era oriunda de companhias que abriram seu capital, aderindo ao Novo Mercado, e que para cada dezena de empresas listadas no mercado tradicional, menos de duas aderiram aos segmentos diferenciados.

De acordo com pesquisa realizada por Carvalho (2002), essa baixa adesão pode estar relacionada a fatores como a necessidade de alto sigilo de informações (baixo *disclosure*) e o elevado custo da manutenção de uma companhia aberta. Oliveira (2007) menciona que as despesas com a manutenção de uma companhia aberta, em média, alcançam a cifra de um milhão de dólares por ano.

Vieira e Mesquita (2004) investigaram as principais causas que impedem as empresas brasileiras de ingressar nos níveis da Bovespa. Por meio de uma pesquisa qualitativa, os autores ouviram os analistas de empresas listadas nos níveis diferenciados da Bovespa, além de especialistas do mercado de capitais. Os resultados revelaram que as principais barreiras estão relacionadas às regras fortemente restritivas da Bovespa, à aversão à perda de controle das empresas por parte dos proprietários, ao baixo nível de transparência e ao pequeno interesse na prestação de contas.

Peixe (2003) realizou uma pesquisa procurando identificar se as empresas que estão no Nível 1 de governança corporativa efetivamente pretendem migrar para o Novo Mercado, diretamente ou via Nível 2. Dentre os objetivos específicos, menciona ter verificado quais os obstáculos ou barreiras que impossibilitam as empresas de migrar para níveis mais elevados de mercado. A autora identificou quatro indicadores, considerados obstáculos, sendo que três deles estão ligados à dimensão de governança, enquanto um refere-se à dimensão de controle da companhia. Salienta que o maior obstáculo apontado pelos respondentes foi a emissão apenas de ações ordinárias, com 87,5%. Em segundo lugar, apontaram o direito de voto às ações preferenciais em matérias de alto impacto (61,9%); em terceiro, listaram a adesão à câmara de arbitragem e o *tag along*, ambos com 52,4%.

Com relação ao maior obstáculo apontado pelos respondentes, a “emissão apenas de ações ordinárias” é um indicador que reflete o medo da perda do controle, ocasionado pelo compartilhamento de poder. A propósito desse resultado obtido por Peixe (2003), Gorga (2004) explica que o apego à propriedade e ao controle está ligado às normas informais da cultura brasileira e às formas tradicionais de manutenção de poder e *status*, as quais podem travar o desenvolvimento do mercado de capitais de várias maneiras.

Steinberg (2003) afirma que a cultura de centralização e manipulação de informações ainda ocupa muito espaço nas empresas brasileiras, em prejuízo da confiabilidade e de decisões estratégicas. Para Gorga (2004), essas características levam os acionistas controladores brasileiros a sentirem-se como donos exclusivos das empresas, mesmo havendo uma significativa parcela do capital nas mãos dos acionistas minoritários. Assim, acionistas controladores acham que não há razão para revelar suas operações ou “planos estratégicos”.

Ainda em relação à cultura, estudos realizados em 2003 por The Economist & KPMG (2003) em vários países, e em 2004 pela KPMG (2004) no Brasil, investigaram as principais barreiras à implementação de um modelo de governança corporativa nas empresas. Os resultados de ambos os estudos revelaram uma preocupação central com o aspecto cultural, isto é, uma resistência cultural a medidas que visam à maior transparência.

Já em relação ao direito de voto às ações preferenciais em matérias de alto impacto, que ocupou o segundo lugar na pesquisa de Peixe (2003), com 61,9%, explica-se pela relação com uma das principais características das companhias abertas brasileiras, que é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). Permitida por lei, essa manobra atua como principal mecanismo de separação entre a propriedade e o controle das companhias, aumentando o incentivo para a expropriação dos minoritários (CARVALHO, 2003, p. 25; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2007, p. 132). Assim, abrir mão dessa prerrogativa, na visão dos empresários constitui uma barreira.

Com relação ao *tag along*, terceiro lugar na pesquisa de Peixe (2003), com 52,4%, apresenta-se como uma barreira pela grande dificuldade de sua consecução. Segundo Carvalho (2003), para viabilizar as privatizações e maximizar o valor de controle das estatais, a Lei n. 9.547/97 retirou as cláusulas de *tag along* e direitos de recesso de minoritários. Na visão do autor, o aumento da proteção aos minoritários equivale à redução do valor do

controle da empresa (diminuição de benefícios privados dos acionistas controladores), razão pela qual é fonte de oposição formada por grupos de controladores que detêm elevado poder político e impõem severas barreiras para aprovação de reformas legais.

Vale salientar também outras barreiras citadas na literatura que podem constituir fatores limitantes à migração aos segmentos diferenciados da Bovespa: a) *free float* de 25% – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, representando 25% do capital; b) observância das regras de *lock up period*; c) conselho de administração – no mínimo um quinto dos membros deverão ser conselheiros independentes; d) conselho de administração com no mínimo cinco membros (PEIXE, 2003; IBGC, 2004; BOVESPA, 2007c).

Dessa forma, considerando-se os aspectos apresentados, e com base na revisão do referencial teórico levantado, o Quadro 4 relaciona as principais barreiras à adoção de MPGC pelas empresas brasileiras.

Categoria	Componente
Barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa	1. Emissão apenas de ações ordinárias
	2. Direito de voto às ações preferenciais em matéria de alta relevância
	3. Adesão à câmara de arbitragem para solução de conflitos societários
	4. <i>Tag along</i>
	5. Manutenção de parcela mínima de ações em circulação, representando 25% do capital (<i>free float</i>)
	6. Restrições à negociação de ações por parte de administradores e controladores – observância das regras de <i>lock up period</i>
	7. Conselho de administração – no mínimo um quinto dos membros deverão ser conselheiros independentes
	8. Conselho de administração com no mínimo cinco membros
	9. Elevação dos custos
	10. Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas
	11. Utilização de normas contábeis internacionais IFRS ou US GAAP
	12. Resistência cultural a medidas que visam à maior transparência
	13. Apego à propriedade e ao controle, para manutenção de poder e <i>status</i>

Quadro 4 – Principais barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa. Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da pesquisa.

3.4 Benefícios Decorrentes da Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa

Um dos pontos destacados e aceitos como verdadeiros sobre governança corporativa diz respeito aos benefícios que são agregados às empresas que se utilizam das melhores práticas de governança. Estudos nacionais (SANTANA, 2001; SILVEIRA, 2002; SROUR, 2005; IBGC, 2006a) e internacionais (LA PORTA et al., 1997; 1998; BLACK, 2000) comprovaram de forma empírica esse fato.

Em se tratando de teoria, tem-se como pressuposto que um bom sistema de governança corporativa fortalece as empresas, é fator de criação de valor, torna os resultados das ações menos voláteis, aumenta a confiança e a disposição dos investidores no mercado acionário, e em consequência, fortalece o mercado de capitais e o crescimento econômico (MONFORTE apud ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 18; BOVESPA, 2007a, p. 1).

A consolidação das expectativas acerca dos benefícios decorrentes da utilização de boas práticas de governança tem influenciado o comportamento dos empresários. No caso brasileiro, esse fato tem sido visível, principalmente nos últimos dois anos, com a crescente adesão de empresas ao Novo Mercado e aos outros Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa. Esses fatos têm levado a uma crescente tendência, em todo o mundo, de adoção das práticas recomendadas para uma boa governança, a qual vem ocorrendo com velocidade variável, dependendo de um conjunto de fatores verificado em cada país.

Para Andrade e Rossetti (2006), esse fato é atribuível a fatores tanto internos quanto externos. Dentre os fatores externos, destacam-se: a) normas mais duras e efetivas dos órgãos de regulação; b) ativismo de investidores institucionais; e c) organização e mobilização de acionistas minoritários. No conjunto dos fatores internos, sobressaem: a) emprego dos princípios da boa governança para harmonização de conflitos de agência; b) gestão preventiva contra fraudes e outros custos de agência; c) reordenamentos organizacionais nas operações; e d) percepção de benefícios superiores a custos.

A motivação para a realização de determinada tarefa é proporcional aos benefícios que dela possam decorrer, influenciando de maneira significativa sua consecução. Justificando essa assertiva, Andrade e Rossetti (2006) afirmam que um dos fatores determinantes da adesão dos empresários às boas práticas de governança é a percepção de que os benefícios auferidos com o uso de tais práticas são superiores ao custo de sua implantação.

Segundo Andrade e Rossetti (2006, p. 523),

obviamente, por mais agudas que fossem as forças externas, empurrando as companhias para adesão às práticas mais recomendadas de governança, se a avaliação dos seus benefícios, comparada com os seus custos, não fosse percebida como positiva, dificilmente essa tendência se manifestaria e se afirmaria.

Essa estreita relação entre motivação e benefício tem levado à sobreposição de opiniões dos autores que discorrem sobre os citados temas. Esse aspecto foi percebido durante a realização do levantamento do referencial teórico desta pesquisa, quando se observou que alguns estudiosos do tema alternavam-se em classificar um determinado fator como motivador da adesão às boas práticas, enquanto outros o classificavam como benefício dela decorrente, como mostra o Quadro 5.

Motivação	Autor	Benefício	Autor
Melhoria da imagem	IBGC (2006a), Nardi e Nakao (2006)	Melhoria da imagem	Santana (2001), IBGC (2006a)
Valorização das ações	Carvalho (2003), Quental (2007), Vieira e Mendes (2004)	Valorização das ações	Andrade e Rossetti (2006), Santana (2001), IBGC (2006a)
Menor custo de capital	Goulart (2003), CVM (2002), Bovespa (2007b)	Menor custo de capital	Oliveira (2007), Santana (2001)
Maior liquidez	Carvalho (2003)	Maior liquidez	IBGC (2006a)
Melhoria do processo decisório	Phillips e Thomas apud Andrade e Rossetti (2006)	Melhoria do processo decisório	IBGC (2006a)
Acesso ao mercado internacional	Andrade e Rossetti (2006)	Acesso ao mercado internacional	IBGC (2006a)
Profissionalismo da empresa	Souza (2006), Caetano (2003)	Profissionalismo da empresa	IBGC (2006a), Santos (2007)

Quadro 5 – Similaridade entre motivações e benefícios. Fonte: Elaborado pelo autor.

Assim, como afirmam Andrade e Rossetti (2006), observam-se no mundo corporativo dez benefícios decorrente da adoção dessas práticas:

1. maior valorização das companhias por investidores dispostos a pagar “ágios de governança”;

2. maior acesso ao mercado e menores custos de capital;
3. importante requisito para acesso a mercados financeiros internacionais;
4. requisito para alianças estratégicas, em especial as que envolvem agentes internacionais;
5. promoção de maior alinhamento entre proprietários, conselho de administração e diretoria executiva;
6. redução de conflitos de interesses;
7. harmonização de interesses dos proprietários com os de outras partes interessadas;
8. maior segurança quanto aos direitos dos proprietários;
9. provisão de condições para a melhoria dos processos de alta gestão; e
10. melhoria da imagem da corporação.

Primeiro item apontado por Andrade e Rossetti (2006), a disposição dos investidores em pagar “ágios de governança” tem-se revelado um dos mais importantes benefícios considerados pelos investidores por ocasião da escolha do direcionamento dos seus recursos.

Nessa perspectiva, pesquisa realizada pela McKinsey & Company (2000, p. 10) – Investor Opinion Survey – junto a grandes investidores internacionais de dezenove países de quatro continentes (Ásia, Europa, América do Norte e América do Sul) detectou a intenção desses investidores institucionais em pagar “ágio” sobre o preço das ações de companhias com boas práticas de governança corporativa. Os valores que esses investidores estariam dispostos a pagar variam de país para país, chegando a 27% na Indonésia e 28% na Venezuela. No Brasil o ágio alcançou 23%.

Na opinião de Santana (2001), são muitos os benefícios que uma boa governança pode proporcionar para as empresas, destacando-se: a) melhoria da imagem institucional; b) maior visibilidade; c) maior demanda por ações; d) valorização das ações; e e) menor custo de capital.

Já no estudo realizado pelo IBGC (2006a) com as maiores empresas familiares brasileiras, objetivando captar a percepção dos empresários sobre os benefícios auferidos após a implantação das melhores práticas, estes foram classificados em dois grupos: benefícios internos, assim considerados aqueles relacionados ao aperfeiçoamento do funcionamento da alta gestão; e benefícios externos, aqueles atrelados à redução de custo de capital da empresa e a uma melhor percepção dos investidores externos. A seguir, listam-se os principais benefícios referidos no estudo do IBGC (2006a):

▪ **Internos**

- maior profissionalização da gestão da empresa;
- maior formalização dos processos de trabalho;
- aprimoramento do processo decisório;
- separação mais clara entre os papéis dos representantes da propriedade (conselheiros) e da gestão (diretor-presidente);
- melhor gestão dos riscos de investimentos;
- aprimoramento dos controles internos;
- mudança cultural;
- ingresso dos conselheiros independentes e sua participação ativa em comitês,
- enriquecendo as discussões do conselho de administração;

- amadurecimento da gestão, com o entendimento do funcionamento do conselho de administração e do conselho fiscal;
 - melhores critérios para avaliação de desempenho e sistema de remuneração dos executivos; e
 - desenvolvimento de melhores práticas de contabilidade e instrumentos gerenciais.
- **Externos**
- maior acesso ao capital;
 - aumento da capacidade de crédito e diminuição do custo de captação de recursos;
 - maior liquidez e volume de negócios das ações;
 - melhor imagem;
 - utilização do mercado como parceiro para monitorar negócios;
 - maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores;
 - maior visibilidade diferenciada, especialmente em relação aos pares do setor;
 - maior proteção e garantia dos direitos societários de todos os acionistas envolvidos;
 - maior precisão no apreamento das ações; e
 - maior tranquilidade para os gestores buscarem bons projetos (em virtude da presença de novas fontes de financiamento).

Desse modo, com base no referencial teórico, apresentam-se no Quadro 6 os principais benefícios decorrentes da adoção de MPGC.

Categoria	Componente
Benefícios decorrentes da adoção de melhores práticas de governança corporativa	1. Maior valorização das companhias por investidores dispostos a pagar “ágios de governança”
	2. Requisito para acesso a mercados financeiros internacionais
	3. Requisito para alianças estratégicas, em especial as que envolvem agentes internacionais
	4. Promoção de maior alinhamento entre proprietários, conselho de administração e diretoria executiva
	5. Redução de conflitos de interesses
	6. Harmonização de interesses dos proprietários com os de outras partes interessadas
	7. Maior segurança quanto aos direitos dos proprietários
	8. Maior profissionalização da gestão da empresa
	9. Maior formalização dos processos de trabalho
	10. Aprimoramento do processo decisório
	11. Separação mais clara entre os papéis de representantes da propriedade (conselheiros) e da gestão (diretor-presidente)
	12. Melhor gestão dos riscos de investimentos e aprimoramento dos controles internos
	13. Mudança cultural
	14. Ingresso dos conselheiros independentes e sua participação ativa em comitês, enriquecendo as discussões do conselho de administração
	15. Amadurecimento da gestão, com o entendimento do funcionamento do conselho de administração e do conselho fiscal
	16. Melhores critérios para avaliação de desempenho e sistema de remuneração dos executivos
	17. Desenvolvimento de melhores práticas de contabilidade e instrumentos gerenciais
	18. Maior acesso ao capital
	19. Aumento da capacidade de crédito e diminuição do custo de captação de recursos
	20. Maior liquidez e volume de negócios das ações
	21. Melhor imagem
	22. Utilização do mercado como parceiro para monitorar negócios
	23. Maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores
	24. Maior visibilidade diferenciada, especialmente em relação aos pares do setor
	25. Maior precisão no apreçamento das ações

Quadro 6 – Principais benefícios decorrentes da adoção de melhores práticas de governança corporativa. Fonte: Elaborado pelo autor, com base em IBCG (2006a, p. 57-60).

3.5 Práticas de Governança Corporativa

A governança corporativa é uma área de estudo ampla, e suas práticas podem ser descritas a partir de diversos pontos de vista, isto é, admitem várias acepções, como as questões financeiras, legais, estratégicas e operacionais. Segundo Andrade e Rossetti (2006), a governança corporativa envolve cinco questões-chave: conflitos de agência, custos de agência, direitos assimétricos, alinhamento de interesses e mecanismos de controle.

Dessas cinco questões derivam diversos estudos, destacando-se ultimamente aqueles que abordam os mecanismos de controle. Por esse aspecto, a governança corporativa aborda um conjunto de mecanismos, internos e externos, que são empregados para mitigar os problemas de agência entre as diferentes partes relacionadas no âmbito corporativo, geralmente gerentes e acionistas, assim como entre acionistas controladores e minoritários. Além dessas questões, a abrangência da governança corporativa tem envolvimento com outras importantes dimensões, como a geração de valor para a firma, ou a estrutura de controle e propriedade da empresa.

Durante muito tempo, tomou-se como verdadeiro o cenário descrito por Berle e Means (1932), segundo os quais as grandes empresas possuíam propriedade acionária dispersa. Esse aspecto acabou assumindo, por décadas, o debate sobre governança corporativa. A idéia principal era que o problema de agência resumia-se ao conflito entre administradores (agentes) e acionistas (principais) (CARVALHO, 2002, p. 20).

Essa suposição de Berle e Means (1987) foi contestada por estudos realizados por La Porta et al. (1997) em 49 países, que demonstraram uma realidade diferente daquela encontrada nos Estados Unidos. Segundo esses autores, na maioria dos países pesquisados, o modelo predominante é o que mantém um acionista majoritário detendo o controle da empresa.

Grande parte da literatura que tem se dedicado à abordagem de diferenças existentes entre sistemas de governança corporativa procura comparar empresas localizadas em diferentes países. Segundo Silveira, Barros e Famá (2004), os estudos nesse sentido “buscam avaliar se a diferença na proteção ao investidor em distintos ambientes contratuais acarreta maior concentração da estrutura de propriedade ou melhores práticas de governança”.

Nessa linha de pesquisa, destacam-se os estudos de La Porta et al. (1998), ao descobrirem que em países com forte aparato legal, ou seja, nos países com maior proteção ao investidor, há significativa valorização das ações das empresas. Por outro lado, Kappler e Love (2002) concluíram que dentro de um mesmo país, e analisadas sob um mesmo âmbito contratual, as empresas podem apresentar grandes diferenças na qualidade da governança corporativa.

Gompers et al. (2003) construíram um índice de governança corporativa a partir da análise do desempenho de 1.500 empresas americanas no período de 1990 a 1999. Os resultados do estudo revelaram que as empresas com maior valor de mercado, maior crescimento das vendas e maiores lucros, são justamente aquelas que obtiveram maior índice de governança corporativa.

Black, Jang e Kim (2003) construíram um índice de governança corporativa denominado KCGI, baseado em uma *survey* com 515 companhias listadas na Bolsa de Valores da Coréia, no ano 2001. Por meio do método de regressão dos mínimos quadrados ordinários (OLS), os pesquisadores encontraram consistentes evidências que apontam para uma relação positiva entre a estrutura de governança corporativa da empresa e seu valor de mercado.

No Brasil, Carvalhal-da-Silva e Leal (2007) construíram o Índice de Governança Corporativa (IGC), para avaliar a qualidade das práticas de governança corporativa e o valor e o desempenho superior das empresas brasileiras listadas em bolsa no período de 1998 a 2002. O IGC não se baseia em questionários, ou em dados qualitativos oriundos de entrevistas. As respostas às perguntas foram obtidas a partir de informações disponibilizadas em documentos públicos pelas companhias listadas na Bovespa ou em documentos e relatórios arquivados na CVM. O IGC baseia-se nas recomendações do IBGC, da CVM e da Bovespa, e compõe-se de quinze itens, abrangendo quatro dimensões da governança: a) transparência; b) composição e funcionamento do conselho de administração; c) estrutura e controle de propriedade; e d) direitos dos acionistas. As respostas são da categoria binária (sim/não), sendo cada resposta positiva equivalente ao valor “1”, atribuindo-se o valor “0” em caso de resposta negativa. Os resultados indicam um elevado grau de concentração do capital votante e total, e uma significativa diferença entre a proporção de capital votante e o total pertencente aos acionistas controladores. Com o intuito de obterem maior flexibilidade na modelagem das diferenças de comportamento entre empresas e no tempo, os autores utilizaram uma análise em painel. Os resultados indicam que menos de 4% das empresas brasileiras apresentam boas práticas de governança corporativa, e que empresas com boas práticas de governança apresentam um desempenho (retorno sobre ativos – ROA), significativamente superior.

Silveira, Barros e Famá (2004) decidiram descobrir os determinantes do nível de governança corporativa em 161 companhias abertas brasileiras da Bovespa em 2002. O

objetivo era investigar se há grande variação na qualidade das práticas de governança corporativa em empresas sob o mesmo regime contratual, conforme abordagem de Kappler e Love (2002). Para tanto, construíram um índice de governança corporativa (IGOV) baseado em quatro dimensões: a) acesso às informações; b) conteúdo das informações; c) estrutura do conselho de administração; e d) estrutura de propriedade e controle. O IGOV possui vinte componentes, distribuídos nas quatro dimensões. As respostas foram obtidas por meio de documentos de fontes públicas (relatórios, balanços, atas) arquivados na Bovespa e na CVM. No IGOV, as empresas recebem uma pontuação de 0 a 20 pontos, em função da qualidade de suas práticas de governança. Os resultados mostram que a estrutura de propriedade influencia o nível de governança corporativa. Encontrou-se também uma relação negativa significativa entre direito de controle do acionista controlador e o nível de governança. O estudo destacou também que empresas emittentes de ADR e com melhor desempenho, geralmente apresentam melhor nível de governança corporativa.

O IBGC (2006a) realizou estudo sobre as práticas de governança das maiores empresas brasileiras de controle familiar. Um dos objetivos foi verificar o nível de adequação dessas empresas em relação às MPGC sugeridas pelo IBGC. A seleção da amostra observou os seguintes requisitos: a) ser empresa de origem familiar (a maioria das ações deveria pertencer a uma só pessoa, família ou grupo de famílias. Esse critério leva em conta as empresas de propriedade familiar, e não as de gestão familiar); b) ser empresa de capital aberto, listada em bolsa e com liquidez considerada mínima (empresa que apresentasse índice de liquidez anual mínima de 0,001% do índice da empresa que tivesse obtido a maior liquidez em relação ao período considerado). Com base nesses fatores, foram selecionadas quinze empresas. Para avaliação da qualidade, foram definidos cinco requisitos: a) adesão ao Novo Mercado ou Nível 2 da Bovespa; b) adesão aos programas de ADR Nível 2 ou Nível 3; c) concessão de *tag along* para preferencialistas; d) nível de governança corporativa aproximado pelo IGOV, construído por Silveira, Barros e Famá (2004); e e) adesão ao Nível 1 da Bovespa ou ADR Nível 1 (peso menor). A metodologia empregou um questionário com cem perguntas binárias e objetivas, baseadas no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (Anexo A), relacionadas às seguintes dimensões: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal e conduta e conflitos de interesses. Cada resposta positiva equivale a um ponto. A partir das respostas dos questionários, foram selecionadas as perguntas com índice de respostas positivas superior a 70%, as quais foram consideradas práticas bem difundidas.

Em relação às práticas de estrutura de propriedade os resultados revelaram que: a) praticamente todas as empresas possuem políticas formais de atos ou fatos relevantes (100%); b) a concessão de *tag along* é uma prática comum em quatorze das quinze empresas (93,3%); c) com relação à emissão de ações ordinárias, apenas duas das quinze empresas adotam a prática (13,3%); d) com relação à convocação da assembléia dos acionistas com trinta dias de antecedência, apenas 20% das empresas adotam essa prática; e) apenas um terço das empresas concede direito de voto aos preferencialistas em matérias relevantes; f) em quatorze delas verifica-se a tentativa de facilitar a presença do maior número de sócios na escolha do local, data e hora das assembléias gerais (93,3%); g) em quatorze empresas há disponibilização, aos acionistas, dos relatórios e outros documentos relativos à pauta, simultaneamente à publicação do edital de convocação para a assembléia (93,3%).

Com relação às práticas do conselho de administração, o estudo revelou o seguinte: a) o conselho de administração ou o comitê de auditoria seleciona os auditores independentes e periodicamente avalia seus trabalhos (93,3%); b) as empresas possuem pelo menos dois conselheiros independentes (86,7%); c) reuniões ordinárias do conselho realizadas com frequência não maior que mensal e não menor que trimestral (86,7%); d) executivo principal indica os diretores para aprovação pelo conselho de administração (80%); e) exigência do conselho para que a diretoria identifique os riscos aos quais a sociedade está exposta (80%); f) distribuição da documentação relativa às reuniões do conselho com antecedência mínima de sete dias (73,3%).

No tocante às práticas relativas à gestão, sobressaem: a) apresentação do modelo de governança da empresa no estatuto social, relatório anual ou outro documento corporativo (93,3%); b) existência de uma seção específica no relatório anual dedicada às práticas de governança adotadas ou em processo de implementação (80%); c) utilização de alguma norma internacional, como IFRS ou US GAAP (80%); d) existência de procedimento formal e transparente para elaboração da política de remuneração dos executivos, vinculando-a a resultados (80%); e) utilização de métrica de valor adicionado com base em medida de lucro econômico para avaliação de desempenho (80%).

Dentre as práticas de auditoria independente, destacam-se: a) contratação de auditores por um período predefinido e recontração apenas após avaliação formal e documentada, efetuada pelo comitê de auditoria e/ou pelo conselho de administração (73,3%); b) ausência

de ressalvas no parecer da auditoria independente nos últimos cinco anos (73,3%); c) não-prestação de outros serviços pelo auditor independente além dos de auditoria (66,7%).

Com relação ao conselho fiscal, as principais práticas são: a) empresas com conselho fiscal instalado (60%); b) o conselho fiscal comunica-se com representantes da auditoria independente e membros da auditoria interna (78%); e c) os sócios controladores abrem mão da prerrogativa de eleger a maioria dos membros do conselho fiscal, permitindo que o último membro seja eleito pelos demais (56%).

Dentre as práticas alusivas a conduta e conflitos de interesses, destacam-se: a) inexistência de investigação em curso na CVM decorrente de práticas de governança inadequadas (100%); e b) inexistência de condenação administrativa ou jurídica de última instância envolvendo tratamento não equitativo de acionistas minoritários nos últimos cinco anos (100%).

O quadro 7 apresenta o resumo do questionário utilizado no estudo do IBGC (2006a) que se baseou no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2004) composto por 100 questões distribuídas em seis capítulos e 45 temas.

Capítulo	Temas	Questões
Propriedade	9	27
Conselho de Administração	20	43
Gestão	5	13
Auditoria independente	4	7
Conselho Fiscal	5	5
Conduta e Conflito de Interesse	2	5
Total	45	100

Quadro 7 – Resumo do questionário do IBGG. Fonte: Elaborado pelo autor, com base em IBGC (2006a, p. 345-351).

4 METODOLOGIA DA PESQUISA

A definição da questão de pesquisa consiste, provavelmente, no passo mais importante a ser considerado em um estudo científico, daí a necessidade de redobrado cuidado na sua definição, para se evitar que questões eventualmente mal formuladas venham a comprometer todo o estudo (MARTINS, 2006, p. 12).

No presente estudo, procurou-se cumprir as recomendações propostas por Martins (2006), particularmente na formulação da questão de pesquisa, que nasceu de uma ampla revisão da literatura sobre o tema escolhido, no intuito de se rever a plataforma teórica, para alicerçar e fundamentar com maior clareza o problema a ser respondido pela investigação.

Corroborando Martins (2006), Vergara (2000) acrescenta que a revisão da literatura, ou simplesmente referencial teórico, é a seção do projeto que objetiva apresentar os estudos sobre o tema, de modo a possibilitar que o autor tenha maior clareza na formulação do problema de pesquisa, facilitando a formulação de hipóteses e de suposições. Sinaliza para o melhor método de investigação e facilita a identificação dos procedimentos mais adequados para a coleta dos dados, fornecendo caminhos para definir a melhor forma de seu tratamento.

Desse modo, a presente seção tem como objetivo descrever os procedimentos metodológicos adotados no estudo, envolvendo a caracterização da pesquisa, fontes e instrumentos de coleta de dados e tratamento e análise dos resultados.

4.1 Caracterização da Pesquisa

Vergara (2000) propõe dois critérios básicos para classificação de uma pesquisa: quanto aos fins e quanto aos meios. Quanto aos fins, uma pesquisa pode ser exploratória, descritiva, metodológica, aplicada ou intervencionista. Quanto aos meios de investigação, uma pesquisa

pode ser de campo, de laboratório, documental, bibliográfica, experimental, *ex post facto*, participante, pesquisa-ação ou estudo de caso.

Com base no primeiro critério de Vergara (2000), ou seja, quanto aos fins, esta pesquisa caracteriza-se como exploratória, posto que aborda tema pouco explorado, não se verificando a existência de estudos que investigassem os processos de adesão às melhores práticas de governança corporativa (MPGC), na forma abordada neste estudo.

Quanto aos meios de investigação, esta pesquisa classifica-se como bibliográfica e como estudo de caso. Bibliográfica por promover uma revisão de literatura sobre o tema; e estudo de caso porque faz um estudo aprofundado em uma organização, envolvendo questões subjetivas, interpretação e percepções de caráter mais simbólico.

Quanto à natureza, a pesquisa apresentada neste estudo classifica-se como qualitativa, visto que busca novas informações e relações para verificação e ampliação do conhecimento disponível sobre o assunto, partindo das questões-focos de interesse amplo; envolvendo a obtenção de dados descritivos sobre pessoas, lugares e processos, por meio de contato direto do pesquisador com o objeto de pesquisa; e facilitando a compreensão dos fenômenos segundo a perspectiva dos sujeitos da situação em estudo (GODOY, 1995, p. 21).

Além disso, a pesquisa qualitativa foi utilizada no desenvolvimento deste estudo, por apresentar como principal vantagem maior profundidade de análise de determinado processo ou fenômeno objeto de estudo, e não por meio de levantamentos padronizados. Desse modo, a pesquisa qualitativa decide intencionalmente, considerando uma série de condições (sujeitos que sejam essenciais, segundo o ponto de vista do pesquisador para esclarecimento do assunto em foco) (TRIVINÓS, 1987, p. 132; GODOY, 1995, p. 21; FLICK, 2004, p. 19).

4.2 Estudo de Caso como Estratégia de Pesquisa

Segundo Triviños (1987, p. 133), “dentre os tipos de pesquisa qualitativa, talvez o estudo de caso seja um dos mais relevantes”.

Esta pesquisa foi estruturada a partir de Yin (2005), segundo o qual o estudo de caso é um modo de pesquisa empírica que investiga fenômenos contemporâneos em seu contexto real, quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos; quando existem mais variáveis de interesse do que ponto de dados; quando se baseia em diversas fontes de evidências; e quando há proposições teóricas para conduzir a coleta e a análise de dados. A escolha dessa estratégia de pesquisa está fundamentada em Yin (2005) e Martins (2006), que recomendam a utilização do estudo de caso único quando o assunto for original e revelador.

Dois fatores principais levaram à escolha do estudo de caso como estratégia de pesquisa:

- sua funcionalidade para o estudo, que, conforme sugerem Mattar (1996) e Mintzberg (1995), envolve mudanças, uma vez que os dados podem ser obtidos com tal nível de profundidade que possibilitam caracterizar e explicar detalhadamente os aspectos singulares do caso em estudo, construídos a partir de dados e observação de fatos e desenvolvidos de forma indutiva, por meio de investigação sistemática do comportamento de determinada organização; e
- Yin (2005) considera ainda o estudo de caso como a estratégia de pesquisa preferida quando se tem questões de pesquisa dos tipos “como” e “por quê”; quando o pesquisador tem pouco controle sobre os eventos estudados; e quando se enfocam fenômenos contemporâneos inseridos em um contexto de vida real. O Quadro 8 reúne as cinco principais estratégias de pesquisa nas ciências sociais.

Estratégia	Forma de questão de pesquisa	Exige controle sobre eventos contemporâneos?	Focaliza acontecimentos contemporâneos?
Experimento	Como, por quê	Sim	Sim
Levantamento	Quem, o quê, onde, quantos, quanto	Não	Sim
Análise de arquivo	Quem, o que, onde, quanto, quantos	Não	Sim / Não
Pesquisa histórica	Como, por quê	Não	Não
Estudo de caso	Como, por quê	Não	Sim

Quadro 8 – Situações relevantes para diferentes estratégias de pesquisa. Fonte: Yin (2005, p. 24)

A visão mais apropriada dessas estratégias de pesquisas é ampla e favorece a utilização para três propósitos, em que o estudo de caso é recomendado – exploratório, descritivo ou explanatório (YIN, 2005, p. 22). Neste estudo, utilizou-se o estudo de caso exploratório, em que se procurou conhecer aspectos relacionados à implementação de MPGC em uma empresa cearense listada no Novo Mercado, à luz das principais teorias pertinentes ao tema. Com base nesses critérios, justifica-se a escolha do estudo de caso como estratégia de pesquisa no presente estudo.

4.3 Unidades de Análise

Segundo Yin (2005), uma unidade de análise corresponde a um caso. Pode ser uma única organização, um evento, uma mudança organizacional em uma empresa ou um programa público envolvendo grande número de projetos.

Na presente pesquisa, a unidade de análise corresponde ao processo de implementação de MPGC, envolvendo a investigação das etapas percorridas para essa implementação, as motivações que levaram à adoção de tais práticas, as barreiras que foram superadas, bem como os benefícios auferidos em decorrência dessa decisão. Assim, para o estudo de caso selecionaram-se as empresas cearenses que implementam MPGC.

Para a escolha da unidade de análise, foram considerados na seleção os seguintes requisitos: a) ser empresa genuinamente cearense; e b) que a empresa tenha sido de capital fechado e tenha realizado a abertura de capital listando-se no Novo Mercado, nível de exigências mais elevado da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Este último requisito foi estabelecido no pressuposto de que empresas nesse nível são usuárias de MPGC, já que a adesão de empresas ao Novo Mercado, embora seja voluntária, envolve assinatura de contrato entre a empresa, seus controladores e administradores, que se comprometem a cumprir um rígido regulamento.

Aplicando-se os critérios de seleção, foram identificadas duas empresas cearenses: a Grendene Nordeste S/A, e a M. Dias Branco S/A. A Grendene é originária de Farroupilha

(RS) e instalou unidades fabris no Ceará na década de 90, atraída por incentivos fiscais. Embora esteja registrada com sede em Sobral, mantém sua área de relações com investidores, bem como toda a administração, em Farroupilha, ficando em Sobral apenas uma gerência operacional, aspecto que inviabiliza a pesquisa, devido à dificuldade de levantamento dos dados primários por meio de entrevistas.

Fundada na década de 20, no Cedro, a M. Dias Branco é genuinamente cearense, tendo sido a única empresa cearense de capital fechado a ingressar diretamente no Novo Mercado da Bovespa, em outubro de 2006. A reunião de tais características atende aos requisitos básicos de seleção, e a credenciam para o estudo que se deseja empreender.

Das 99 empresas listadas no Novo Mercado até maio de 2008, três são nordestinas: a Grendene, que apesar da origem gaúcha, concentra a produção em Sobral; a Equatorial Energia, com sede em São Luís (MA); e a M. Dias Branco. Dentre as 99 empresas listadas no Novo Mercado, a M. Dias Branco é a única genuinamente cearense do Norte e Nordeste, características que corroboram os requisitos propostos por Yin (2005) e Martins (2006).

4.4 Coleta de Dados

A coleta de dados assume capital importância em qualquer estudo científico. Ainda mais em se tratando de estudo de caso no qual, embora deva haver um plano formal, os procedimentos de coleta não seguem uma rotina preestabelecida, podendo ocorrer a necessidade de coletar informações relevantes, ainda que imprevisíveis. Sendo assim, um estudo de caso requer um rigoroso planejamento, sob pena de pôr em risco todo o trabalho (MARTINS, 2006).

Um requisito fundamental do procedimento de coleta é o protocolo de pesquisa. Martins (2006) considera que no contexto de um estudo de caso, o protocolo é um instrumento orientador e regulador da condução da estratégia de pesquisa, constituindo forte elemento para mostrar a confiabilidade de uma pesquisa. Yin (2005) acrescenta ser essencial a sua utilização em qualquer circunstância, porque aumenta a confiabilidade do estudo.

Assim, atendendo às orientações de Martins (2006) e Yin (2005), construiu-se um protocolo de pesquisa, o qual consiste em um documento contendo uma visão geral do projeto, os procedimentos de campo e as questões de estudo, além de um guia para o relatório do estudo de caso, que reúne as principais recomendações apresentadas nesta seção (Apêndice A).

Yin (2005) ensina que na construção de um bom estudo de caso devem ser consideradas pelo menos seis fontes de evidências: documentos, arquivos, entrevistas, observação direta, observação participante e artefatos físicos. A seção a seguir discute as principais fontes de evidências utilizadas neste estudo.

4.4.1 Princípios da Coleta de Dados

Segundo Yin (2005), as fontes de evidências podem ser maximizadas, por meio da utilização de três princípios que, se adequadamente observados, podem ajudar a conferir maior confiabilidade ao estudo de caso: a) a utilização de várias fontes de evidências; b) a criação de um banco de dados para o estudo de caso; e c) a manutenção e encadeamento de evidências.

No tocante ao primeiro princípio, assinala Yin (2005) que a maior vantagem do uso de fontes múltiplas de evidências é o desenvolvimento de linhas convergentes de investigação. Nesse aspecto, o autor considera que um processo de triangulação pode ser a solução, uma vez que contribui para corroborar um mesmo fato ou fenômeno. Seguindo essa orientação, este estudo utilizou as seguintes fontes de evidências: entrevista focal, questionários com questões abertas e fechadas, questionário estruturado, documentos e observação simples, além de dois tipos de escala: a de Osgood et al. (1957 apud MATTAR, 1996, p. 99) e a de *Likert*, ambas de cinco pontos.

De acordo com Lakatos e Marconi (2001), a entrevista focal caracteriza-se por ser não-estruturada direta, na qual um único entrevistado responde a um conjunto de perguntas originárias do protocolo de pesquisa. Esse tipo de entrevista pode durar de trinta a noventa

minutos. Uma das vantagens é a ampla liberdade do entrevistador para perguntar o que desejar, podendo, de acordo com as respostas, redirecionar o assunto ao foco de interesse.

Inicialmente, procedeu-se as entrevistas objetivando validar e complementar, junto a especialistas do mercado de capitais, os fatores motivacionais e as barreiras identificados na literatura. A seleção dos especialistas levou em conta os seguintes requisitos: a) ser membro da Apimec; b) possuir pelo menos cinco anos de experiência no mercado de capitais; e c) encontrar-se atuando na área.

Com base no citado critério, foram selecionados cinco especialistas, por acessibilidade e conveniência. Também nesse momento, realizou-se o pré-teste do instrumento de pesquisa, com questões abertas e fechadas. As questões abertas referem-se à identificação dos respondentes e à indicação de fatores motivacionais (tentativa de corroborar os fatores identificados na literatura, de forma espontânea). No bloco de questões fechadas, foram listados 25 fatores motivacionais e 13 barreiras (tentativa de corroborar os fatores identificados na literatura, de forma induzida) a serem avaliados de acordo com os respectivos graus de importância. Para identificar o grau de importância de cada um dos fatores consignados no questionário, optou-se pela utilização de uma escala de avaliação semelhante às descritas por Osgood et al. (1957 apud MATTAR, 1996, p. 990). Trata-se de uma escala muito utilizada em pesquisas sociais, por sua fácil visualização, aplicação e análise. Esse modelo de escala – constituída de cinco pontos variando de 1 a 5 – também utiliza em seu cabeçalho símbolos de significados contrários, que orientam o respondente no seu posicionamento (sem importância, para valores mais próximos de 1, e extrema importância, para valores mais próximos de 5). O pré-teste indicou que o instrumento estava pronto para aplicação na segunda fase da pesquisa junto a executivos e gestores da empresa escolhida para o estudo de caso (Apêndice D).

Além dos fatores motivacionais e das barreiras, selecionou-se também, de acordo com a literatura, as principais etapas percorridas para o aprimoramento das práticas de governança, bem como os principais benefícios obtidos com a implementação dessas práticas. Na avaliação dos benefícios utilizou-se também a escala de Osgood et al. (1957 apud MATTAR, 1996, p. 990). Para avaliação das etapas do processo de implementação das práticas de governança corporativa, a escala *Likert* mostrou-se mais adequada, já que sua composição de cinco pontos admite a inclusão da opção “não se aplica” (NA).

Os dados primários foram coletados por meio de entrevistas focais realizadas no período de 15 de maio a 10 de junho de 2008 com as seguintes unidades de análise: a área de Contabilidade e Controladoria, em que foram entrevistados o vice-presidente e dois diretores; a área de Relações com Investidores e a área de Desenvolvimento Organizacional, nas quais entrevistaram-se os respectivos diretores (Apêndices E, F, G e H). Essas pessoas foram escolhidas devido ao amplo conhecimento de todas as etapas percorridas para o aprimoramento das práticas de governança corporativa verificadas na organização, desde a fase preparatória até a entrada da empresa no Novo Mercado. As entrevistas foram audiogravadas, sendo transcritas em seguida, para a devida análise.

As entrevistas foram conduzidas em dois momentos. Inicialmente, cada entrevistado respondeu às questões do roteiro expressando-se livremente (forma espontânea), principalmente naquelas sobre as motivações, as etapas de implementação de boas práticas, barreiras e benefícios. Esse procedimento torna-se relevante porque mostra o quanto determinado tema está presente na memória do entrevistado sem que lhe sejam apresentadas opções de resposta. No segundo momento, aplicou-se o questionário com questões fechadas, segundo a literatura, contendo: 20 concernentes a etapas de implementação de MPGC; 25 relacionadas a motivações para adoção de MPGC; 13 referentes a barreiras à adoção de MPGC; e 20 alusivas a benefícios decorrentes da utilização de MPGC, atribuindo-se valores segundo os graus de importância, por meio das escalas *Likert* e *Osgood et al.* (1957 apud MATTAR, 1996, p. 990).

Além dessas fontes de evidências, aplicou-se questionário estruturado baseado no modelo IBGC (2006a), e no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (composto por cem perguntas binárias e objetivas, distribuídas em seis dimensões: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal, conduta e conflito de interesses) que tem o objetivo de identificar a adequação da empresa às MPGC, e se propõe responder ao último objetivo específico desta pesquisa. Adicionalmente, esse questionário possibilitou também identificar as práticas de governança que não seguem as recomendações do IBGC (2006a) (Anexo A).

Importa registrar que 25% das perguntas do questionário foram respondidas pelo próprio pesquisador, que utilizou informações públicas divulgadas pela companhia. As fontes de informação são relatórios contábeis, informações anuais (IAN), fatos relevantes divulgados

pela companhia, apresentações públicas, Atas das Assembléias Geral Ordinária (AGO) e Extraordinária (AGE), documentos protocolados pela companhia junto à CVM, dentre outros, todos disponíveis no *website* da empresa. Os 75% restantes das perguntas foram respondidos pelos diretores que responderam a pesquisa.

Deve-se salientar também a importância dos documentos no processo de investigação enfatizado por Yin (2005), que se refere às fontes documentais como um dos pontos mais importantes num estudo de caso. Segundo o autor, os documentos têm como finalidade corroborar e valorizar as evidências oriundas de outras fontes. A consulta aos documentos teve o objetivo de comprovar e validar a participação e o envolvimento da empresa pesquisada com as melhores práticas, tais como: atas do conselho de administração, relatórios trimestrais, apresentações, fatos relevantes, relatórios contábeis e outros tipos de documento contidos no *website* da empresa.

A última fonte de evidências utilizada neste estudo de caso foi a observação simples. Segundo Gil (1999), a observação simples se dá quando o pesquisador permanece alheio à comunidade, grupo ou situação que pretende estudar, apenas observando de maneira espontânea a ocorrência dos fatos. Nesta pesquisa, a observação simples ocorreu em todos os momentos de contato do pesquisador com as pessoas que participaram da pesquisa.

O segundo princípio recomendado por Yin (2005, p. 111), ou seja, a criação de um banco de dados para o estudo de caso, ganha importância, devido à flexibilidade e à agilidade que agrega ao processo de pesquisa, na medida em que a utilização de registros em arquivos de computador, juntamente com outras fontes de informação, ajuda na preparação do relatório final do estudo de caso.

Para esta pesquisa, criou-se um banco de dados de dois tipos: i) uma base eletrônica de dados contendo artigos, dissertações, teses, material coletado na Internet, gravação e transcrição das entrevistas, dentre outros arquivos eletrônicos; e ii) base de dados composta por material impresso, compreendendo artigos não disponíveis em meio eletrônico, cópias de documentos oriundos das empresas e anotações de próprio punho oriundas das observações de campo por ocasião das visitas à empresa pesquisada.

O terceiro e último princípio trata de manter o encadeamento das evidências, que consiste em possibilitar que qualquer pessoa leia o estudo de caso sem dificuldade, isto é, siga a origem de qualquer evidência, indo das questões iniciais às conclusões finais, e que há consistência se o caminho for o inverso. Esse aspecto torna o estudo mais confiável (YIN, 2005). Para atender esse último princípio de Yin (2005), o encadeamento das evidências realizou-se observando-se rigorosamente a seqüência estabelecida pelo protocolo de pesquisa. Para uma melhor compreensão do encadeamento das fontes de evidências da pesquisa, elaborou-se o protocolo de análise de dados. Por esse instrumento é possível perceber a relação entre cada componente das categorias propostas pelo estudo, seus autores e os quesitos referente a cada componente (Apêndice B). Além disso, elaborou-se um quadro que mostra a relação entre as perguntas das entrevistas e os objetivos específicos da pesquisa (Apêndice F).

4.5 Tratamento e Análise dos Dados

A tarefa seguinte é a análise e interpretação de dados, que tem como principal objetivo responder as questões de pesquisa. De acordo com Gil (1999), embora apresentem conceitos distintos, constituem processos complementares, já que a análise procura organizar e resumir, de forma a levar as respostas ao problema de pesquisa, enquanto a interpretação dos dados objetiva a procura do sentido mais amplo das respostas.

Na visão de Lakatos e Marconi (2001), a análise das evidências procura descobrir as relações entre o fenômeno sob investigação e outros fatores. Tais relações envolvem várias acepções, como, por exemplo, de causa e efeito, produtor–produto e correlações. Yin (2005) assevera que o objetivo da análise das evidências consiste em examinar, categorizar, classificar em tabelas ou recombina evidências, seguindo as proposições iniciais do estudo.

4.5.1 Análise de Conteúdo

Para análise das entrevistas, optou-se por adotar a técnica de análise de conteúdo, proposta por Bardin (1977). Segundo essa autora, seu emprego está relacionado ao estudo das motivações, atitudes, valores, crenças e tendências. Bardin (1977, p. 42) define análise de conteúdo como:

um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando obter, por procedimentos, sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) dessas mensagens.

As entrevistas foram analisadas segundo os critérios de categorização e qualidade descritos por Bardin (1977), compreendendo basicamente três etapas: pré-análise, exploração do material e análise categórica.

A pré-análise tem como objetivo a organização geral do trabalho. Essa fase envolve a escolha do objeto de estudo e dos objetivos do trabalho, bem como da constituição do “corpus” que se refere ao conjunto de documentos a serem analisados (BARDIN, 1977, p. 96). Neste estudo, o corpus é formado por todo o material coletado (gravações das entrevistas, anotações oriundas das observações simples e das informações levantadas nos questionários, além das informações retiradas de documentos e do *website* da empresa).

A exploração do material constitui a fase mais longa e está relacionada à tarefa de codificação. Segundo Bardin (1977), codificar significa tratar o material, ou seja, consiste em extrair dos dados brutos do texto, por meio de um recorte, um significado que possibilite atingir uma representação do conteúdo ou da sua expressão capaz de esclarecer o analista acerca das características do texto.

A análise categórica é realizada em três passos: recorte (corresponde à escolha dos temas), enumeração (definição das regras de contagem) e classificação (categorias a serem criadas). Assim, a categorização consiste na tarefa de reagrupar os temas específicos, de acordo com critérios predefinidos (BARDIN, 1977, p. 103).

Com relação à escolha das regras de contagem, utilizou-se a frequência simples de Bardin (1977). Segundo essa autora, a frequência é a medida mais usada na análise de conteúdo, e define a importância de uma unidade de registro (palavra) de acordo com a frequência de sua aparição: “a regularidade quantitativa de aparição de uma palavra é, portanto, aquilo que se considera como significativo” (BARDIN, 1977, p. 109).

4.5.2 Temáticas e Categorias Eleitas no Processo de Adequação às Melhores Práticas de Governança Corporativa na empresa M. Dias Branco

A partir da literatura pesquisada e da análise das informações transmitidas nas entrevistas, seguindo a metodologia de Bardin (1977), e após sucessivas leituras aos recortes teóricos, foram eleitos os temas e categorias a eles vinculados. Neste estudo foram escolhidos os temas centrais relacionados com MPGC: a) governança corporativa (seção 1 e subitens); b) práticas de governança corporativa no Brasil (seção 2 e subitens); e c) o processo de implementação de MPGC (seção 3 e subitens). Após a definição dos temas específicos, partiu-se para a categorização (criação das categorias), sendo erigidas quatro categorias teóricas, a saber:

- **Primeira categoria:** motivações para adoção de MPGC – procurou identificar os fatores motivacionais que causaram na empresa pesquisada a percepção de que a adoção de boas práticas de governança corporativa seria importante para o futuro da organização. Nessa categoria, foram identificados 25 componentes;
- **Segunda categoria:** etapas do processo de implementação de MPGC – investigou as principais etapas percorridas pela empresa objeto deste estudo no aprimoramento das práticas de governança corporativa. Nessa categoria, foram identificados 20 componentes;
- **Terceira categoria:** barreiras à adoção de MPGC – o estudo investigou as barreiras mais significativas erguidas no caminho para o alcance de novas e boas práticas de governança corporativa. Nessa categoria, foram identificados 13 componentes;

- **Quarta categoria:** benefícios decorrentes da utilização de MPGC – o estudo procurou identificar, por meio de uma visão retrospectiva, os principais benefícios percebidos pela empresa objeto desta pesquisa. Nessa categoria, foram identificados 25 componentes.

Essas quatro categorias e seus respectivos componentes são ilustrados nos Quadros 2, 3, 4 e 6, respectivamente.

O material coletado nas entrevistas foi ouvido várias vezes, visando-se obter o perfeito significado das falas. Em seguida, o texto foi transcrito para o Word, com o objetivo de se identificar o conteúdo geral apresentado pelos entrevistados, de forma a se poder verificar a frequência com que cada componente aparece nas falas, segundo a técnica de frequência simples de Bardin (1977). Esse procedimento torna-se importante porque fornece dados para a técnica de triangulação de dados.

A técnica de triangulação consiste na inter-relação de informações obtidas. Segundo Triviños (1987), essa técnica possibilita a obtenção de uma maior abrangência na descrição, explicação e compreensão do foco do estudo. Nesta pesquisa, a triangulação de dados foi feita comparando-se os dados qualitativos obtidos nas entrevistas com os dados quantitativos gerados em escala *Likert* e Osgood et al. (1957 apud MATTAR, 1996, p. 990) e com aqueles obtidos na aplicação da técnica de análise de distribuição de frequência. A análise de distribuição de frequência possibilita observar quantas vezes e em que grau de importância cada item foi avaliado pelos respondentes.

Desse modo, a técnica de triangulação foi realizada visando aumentar a fidedignidade das informações obtidas, dando maior validade aos *constructos*, uma vez que várias fontes de evidências fornecem essencialmente várias avaliações do mesmo fenômeno (YIN, 2005, p. 128).

Os resultados e a análise dos dados das entrevistas e dos questionários aplicados são apresentados na seção 5, onde se analisa a relevância das etapas do processo de implementação de MPGC, e se descrevem as principais motivações para a adoção dessas práticas, as barreiras que foram enfrentadas, os benefícios auferidos, bem como apresenta-se o atual nível de adequação às MPGC da empresa M. Dias Branco.

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS DA PESQUISA

Com base na questão de pesquisa, nos objetivos propostos e na busca de um alinhamento com a literatura apresentada, expõem-se os resultados da coleta de dados na pesquisa de campo. Inicialmente apresenta-se o histórico da empresa. Em seguida são apresentados os resultados e as análises, de acordo com a seqüência dos objetivos: motivações que levaram a empresa à adoção de MPGC; principais etapas percorridas pela companhia a fim de aprimorar suas práticas de governança; principais barreiras enfrentadas durante o processo de implementação de MPGC; benefícios auferidos pela empresa em decorrência da adoção de MPGC; e nível de adequação da empresa em relação as MPGC.

5.1 O Caso M. Dias Branco

Os dados históricos a seguir relatados foram extraídos da publicação comemorativa do cinquentenário da Fábrica Fortaleza (M. Dias Branco) escrita por Leal (2003).

A história dessa empresa começou há 88 anos, quando Manuel Dias Branco, então com 16 anos de idade recém-completados, partiu da vila da Angeja rumo a Lisboa. Na capital lusitana foi estafeta e depois balconista numa loja de ferragens. Três anos depois, cansado de não progredir no emprego, Manuel começou a perceber que sua permanência em Lisboa não iria lhe garantir o futuro com que sonhava. Ali, em terras lusas, estaria condenado a trabalhar a vida inteira apenas para sobreviver, sempre como empregado.

Incentivado por um colega de trabalho que havia partido para os Estados Unidos, de onde lhe enviava cartas contando as maravilhas da América e descrevendo seu rápido êxito naquelas terras, fez acender ainda mais a vontade daquele jovem de ganhar o mundo em busca de realização. Quatro anos depois, decidido a partir, Manuel voltou a Angeja para se despedir da família. Seu pai, Francisco Dias Branco, aceitou os argumentos do filho quanto à necessidade de tentar uma vida melhor em outro país, mas discordou quanto ao destino escolhido. Que não fosse a América, com sua língua diferente, e sim o Brasil, segunda pátria e onde havia uma colônia portuguesa bem fortalecida.

Em 1926 Manuel pisaria em terras brasileiras pela primeira vez, pelo porto de Recife. Dali, a convite de um comerciante português que conheceu durante a viagem, seguiu para Belém, onde, aproveitando sua experiência no antigo emprego em Lisboa, passou a trabalhar como gerente de uma loja de ferragens. Acometido por uma doença nos pulmões um ano depois, foi aconselhado a procurar clima mais saudável em Guarapiranga, no Ceará.

Devidamente curado, em 1927 Manuel decidiu que, em vez de retornar a Belém, ficaria no Ceará, onde começou a envolver-se em um novo negócio, empregando-se como corretor de algodão. A atividade de corretor levaria Manuel a viajar por todo o interior do estado. Numa dessas viagens, conheceu Cedro, onde, ainda em 1927, instalou uma pequena fábrica de bolachas. Em 1936, vendeu seu negócio e transferiu-se para Fortaleza, onde começou a operar seu novo empreendimento, a Padaria Imperial, na Av. Visconde do Rio Branco. Inicialmente produzindo pães e biscoitos com a marca Imperial, três anos mais tarde passaria a fabricar também macarrão.

Na década de 40, Manuel Dias Branco resolve modernizar e ampliar seus negócios, formando uma sociedade com seus irmãos José e Orlando. A Padaria Imperial já começava a se destacar pelo serviço de entrega em domicílio, uma novidade para a época. Em 1951, a Padaria Imperial transferiu-se para novo endereço, na Rua João Cordeiro, onde, em 1953, foi instalada a Fábrica Fortaleza, começando a produzir como indústria de massa alimentícia, porém ainda com características artesanais.

No início da década de 50, desfaz-se a sociedade com os irmãos, e Manuel convida o filho Ivens para, juntos, darem continuidade ao empreendimento.

Na sua visão de empreendedor que começava a aflorar, Ivens percebeu que o consumidor cearense já se acostumara com os mesmos produtos de sempre (pão d'água ou sovado e bolachas água e sal – aqueles mesmos produzidos em Cedro), o que tornava o Ceará um imenso mercado para o lançamento de novos produtos. Percebeu também que aquela situação tinha duas causas básicas: a acomodação dos comerciantes da capital e a grande limitação técnica das padarias cearenses, que utilizavam fornos antiquados, ainda aquecidos a lenha. Essas observações o estimularam a propor ao pai um salto de qualidade e um ousado caminho para aumentar a rentabilidade dos negócios. Para tanto, seria necessário um vultoso investimento na ampliação dos espaços internos, instalações elétricas e demais obras de infra-

estrutura, além da aquisição de um moderno forno de corrente, semi-automático, de fabricação nacional.

Manuel, como era de costume, ouviu com atenção os argumentos do filho, e com sua experiência, conhecimento e equilíbrio, mas, sobretudo, guiado pelo tino de comerciante e visão empreendedora, decidiu apoiar os projetos de Ivens. A chegada do novo forno em 1954 foi comemorada com sabor de conquista. Sua inauguração deu-se em outubro do mesmo ano, com a implantação de um novo ritmo de trabalho para a fábrica, que passaria a operar nos três turnos, ininterruptamente.

As novas instalações e o novo forno propiciaram o lançamento de um produto que se tornaria campeão de vendas: a bolacha pepita. A aceitação do público consumidor alcançou tal magnitude que, mesmo sem publicidade, em pouco tempo a produção não conseguia acompanhar a demanda, obrigando os fornos da fábrica a trabalhar em sua capacidade máxima. O crescimento da empresa levou a decisões estratégicas que repercutem até os dias atuais, como a contínua ampliação da estrutura física da fábrica e a aquisição de novos e modernos equipamentos, bem como a aquisição de junto à fábrica, surgindo ali a Padaria Atlântica. A partir daquele momento, separavam-se claramente as atividades industrial e comercial.

Na segunda metade dos anos 50, o franco crescimento dos negócios mostrou mais uma vez a necessidade de ampliar a capacidade de produção. Foram adquiridos quatro fornos, sendo um de corrente e outro de esteira, da marca Útil, e dois de esteira fabricados pela Arco Calefação, trazendo modernos recursos e significativos avanços tecnológicos, de modo a possibilitar o lançamento de produtos diversificados. A modernidade e a agilidade do novo padrão industrial substituíam, definitivamente, os últimos resquícios de produção artesanal.

Nos anos 60, a aquisição de fornos importados de alto padrão de qualidade e novas máquinas de produção consolidaram a modernização do parque fabril da Fábrica Fortaleza, possibilitando o lançamento da bem-sucedida linha Extra-Fina, que trazia como carro-chefe os biscoitos Pettit Beure. Em mais um salto de crescimento, dar-se-ia a ampliação dos negócios, com o lançamento de novos produtos e uma agressiva estratégia de *marketing*, que levou à criação do mascote “Fortinho”, um dos ícones responsáveis pelo fortalecimento da marca “Fortaleza”.

As décadas de 70 e 80 foram marcadas por muito progresso. Em 1972, a aquisição do forno B. Parkins, de origem inglesa, viabiliza a fabricação da linha “cream-craker”, e torna-se líder de mercado nas regiões Norte e Nordeste. Em 1976, inicia-se a construção da nova fábrica, no Eusébio. Em 1978, a Fábrica Fortaleza lança a linha Richester, bem como a linha de biscoitos recheados. Em 1980, inaugura-se a nova Fábrica Fortaleza, para onde são transferidas todas as atividades da empresa.

A década de 90 marcou a era da Divisão de Moinhos (Moinho Dias Branco), seguida de uma ampla expansão mercadológica, com instalação de tecnologia de ponta em robótica, tanto para embalagens quanto para os produtos (biscoitos e massas) da Fábrica Fortaleza. O início da presente década foi marcado pela agressiva expansão da Divisão de Moinhos e pela aquisição da marca Adria, como parte da estratégia de consolidação da empresa M. Dias Branco.

Pioneira do Grupo, a Fábrica Fortaleza ocupa 600 mil m², sendo 120 mil m² de área construída, onde utiliza as mais modernas tecnologias na fabricação de biscoitos e massas. Além da Fábrica Fortaleza, o Grupo M. Dias Branco conta com nove modernas unidades fabris, sendo duas em Fortaleza, uma em Natal, uma em Cabedelo (PB), uma em Aratu (BA), três em São Paulo (São Caetano do Sul, Jaboatão e Lençóis Paulista), e uma em Bento Gonçalves (RS). Atualmente, a M. Dias Branco produz as marcas Fortaleza e Richester, líderes de mercado nas regiões Norte e Nordeste, e as marcas Adria, Basilar Zabet e Isabela, líderes nas regiões Sul e Sudeste.

Pondo em prática sua estratégia de expansão, em abril deste ano a M. Dias Branco adquiriu a Indústria de Alimentos Bomgosto Ltda, que produz massas e biscoito da marca Vitarella. A nova unidade tem sede em Pernambuco e detém 5,5% do mercado nacional de biscoitos, sendo líder em Pernambuco, na Paraíba, em Alagoas e no Rio Grande do Norte. Após a aquisição da Vitarella, a M. Dias Branco totaliza mais de 11.000 colaboradores diretos.

São quatro as unidades de moagem da empresa M. Dias Branco: o Moinho Dias Branco, no Ceará, o Grande Moinho Potiguar, no Rio Grande do Norte, o Grande Moinho Tambaú, na Paraíba, e o Grande Moinho Aratu, na Bahia. Todas elas foram instaladas pela própria M Dias Branco, utilizam o que há de mais moderno em tecnologia de moinhos e são equipadas com

máquinas de última geração em moagem do trigo, sendo o Moinho Dias Branco o primeiro do Norte e Nordeste e terceiro do país a receber a certificação ISO-9001.

Desse modo, investindo e consolidando uma expansão sustentável, com foco na integração de excelência dos produtos, atendimento ao mercado e qualificação dos colaboradores, os resultados alcançados são traduzidos na liderança no mercado nacional de massas e biscoitos, e na conquista de uma das três primeiras posições no *ranking* das maiores empresas de moagem do país, o que estimula a empresa a desenvolver suas empresas de modo contínuo, mantendo-as modernas e competitivas.

Em 2003, a companhia iniciou a implantação de um programa de adequação de MPGC, objetivando viabilizar a transição de empresa de capital fechado para empresa aberta, operando no Novo Mercado da Bovespa, o que viria a ocorrer em outubro de 2006.

5.2 Motivações para Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa

Sendo uma empresa familiar, com fundamentos sólidos, líder de mercado e nível de endividamento praticamente nulo, com forte geração de caixa e alcançando resultados sistematicamente consistentes ao longo de décadas, suficiente para manter e expandir seus negócios, seria natural supor que, *a priori*, a M. Dias Branco não teria necessidade de mudar seu modelo de governança.

Contudo, o processo de adoção de MPGC na empresa foi motivado por questões internas, especificamente a percepção do acionista controlador de que deveria aprimorar o modelo de governança da companhia.

Assim, a adoção de boas práticas de governança integra o projeto pessoal do acionista controlador, que percebeu haver chegado o momento de implantar uma estratégia de desenvolvimento corporativo que possibilitasse ampliar sua liderança de mercado, aumentar sua base de clientes, ampliar a força da marca, crescer por meio de aquisição de empresas, de

forma a aumentar sua visibilidade no cenário nacional e internacional. Paralelamente, o programa de adoção de boas práticas de governança foi visto como alternativa para resolver a questão sucessória do ponto de vista patrimonial e como forma de garantir o sucesso de longo prazo e a perenidade da companhia.

A adoção de MPGC na M. Dias Branco teve também outras motivações, como garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais; a profissionalização da empresa; a promoção de um melhor tratamento para os investidores, por meio de uma permanente valorização das ações da companhia e da conseqüente agregação de valor aos acionistas; viabilização da abertura de capital; promoção do aumento da liquidez de suas ações; e maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores. A aplicação das regras contagem e de frequência simples de Bardin (1977) possibilitou a obtenção do conhecimento das principais motivações, conforme se apresenta na Tabela 2:

Tabela 2 – Frequência de citação das motivações para adoção de melhores práticas de governança corporativa

Motivações para Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa	Componente	Frequência de Citação
Perpetuar a empresa	C1	15
Maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais	C6	10
Profissionalizar a empresa	C2	9
Agregar valor para os acionistas	C20	8
Viabilizar a abertura de capital	C25	5
Possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores	C13	5
Viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais	C10	4
Melhorar a imagem institucional	C4	4

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da pesquisa.

Ao investigar as razões que levam a empresa M. Dias Branco à adoção de MPGC, foi possível constatar, pelo conteúdo das entrevistas, a preocupação do acionista controlador em perpetuar o modelo de negócio, como forma de garantir a sustentabilidade da companhia.

Desse modo, a compreensão por parte do acionista controlador de que a adoção das MPGC serviria como futuro instrumento de apoio ao processo de sua desvinculação gradual das atividades cotidianas, sem risco de descontinuidade dos negócios, pode ser considerada a principal motivação para a adoção de boas práticas de governança corporativa pela companhia.

Confirma-se, então, a relevância do componente C1 (Perpetuar a empresa), em primeiro lugar, com quinze citações, conforme se revela nos trechos das falas dos entrevistados:

a principal motivação para a companhia implementar um programa de MPGC e abrir o capital veio do acionista controlador, que foi a preparação da empresa para perpetuar o negócio. Aí quando se fala em perpetuar o negócio, estamos falando de várias coisas, e a principal delas é resolver a questão sucessória do ponto de vista patrimonial dos acionistas (alta gestão).

Uma das qualidades do acionista controlador é a visão de empreendedor. Embora sendo um grupo nacional consolidado, ele via na adoção de boas práticas de governança uma oportunidade e a necessidade de se preparar para competir no mercado global. Ele enxergou também ganho com a visibilidade internacional, etc. Então foi essa visão de incomodar-se com a situação atual que o motivou na busca pela perpetuação de seu modelo de negócio e garantir uma sucessão tranqüila (Diretora de Desenvolvimento Organizacional).

A gente acredita que essa empresa chegou ao ponto em que está porque o acionista controlador decidiu entregar essa empresa para o mercado. Ele decidiu fazer com que ela dure para sempre, ou seja, a decisão da adoção de boas práticas de governança e da conseqüente abertura de capital teve como principal motivação a perpetuidade do negócio (Diretor de Controladoria).

Tais depoimentos revelam a clara opção do acionista controlador por institucionalizar e perpetuar os negócios da companhia, garantindo a viabilidade de uma sucessão tranqüila. Esses resultados corroboram o estudo do IBGC (2006a), que apontou o desejo de institucionalizar e perpetuar o modelo de negócio da empresa como o fator de maior motivação da adoção de boas práticas de governança corporativa.

O componente C6 (Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais) ficou com a segunda colocação, recebendo dez citações. A relevância desse componente segue princípios internacionais. Segundo a OECD (2004), são seis os princípios básicos da boa governança. Um desses princípios é a “garantia de divulgação clara de todos os fatos relevantes da empresa, principalmente no tocante a resultados econômico-financeiros”. Por esse princípio, as corporações devem divulgar, de imediato, informações corretas, adequadas e atualizadas, observando as diretrizes estipuladas pelo mercado, de acordo com as normas contábeis de aceitação universal.

Investigando sobre a relevância desse componente no processo de adequação às MPGC pela M. Dias Branco, verificou-se que tanto a transparência quanto a prestação de contas, dois dos princípios fundamentais contidos na Lei Sarbanes-Oxley, são exercidos em toda a sua plenitude.

Comprova-se esse fato, ao acessar o *website* da companhia. Lá o investidor tem à sua disposição todas as informações possíveis, como, por exemplo, a política de divulgação, que tem por objetivo o cumprimento de elevados padrões de transparência; a central de *downloads*, que informa as principais ocorrências e eventos da companhia, como reuniões do conselho de administração, Informações Anuais (IAN), editais de convocação, apresentações públicas, teleconferências, divulgação de fatos relevantes, divulgação de resultados trimestrais, demonstrações financeiras padronizadas (DEP) e demais documentos de informações para a CVM. Além disso, na área do *website* reservada aos serviços ao investidor, estão disponíveis o calendário de eventos corporativos, repostas às perguntas mais freqüentes do investidor e um mecanismo que informa ao investidor (*e-mail* de alerta) automaticamente qualquer informação nova transmitida ao mercado.

Interrogados se a transparência se configura mais como uma motivação ou como obrigação, dois dos entrevistados afirmaram:

eu diria em primeiro lugar que as empresas que estão no Novo Mercado são extremamente reguladas. Tem a CVM e a Bovespa ligadas o tempo todo em todos os atos da companhia. Então, por esse lado, é uma obrigação no estrito sentido legal e contratual. Por outro lado, o que nos motiva a trabalhar cada dia melhor a transparência é o vínculo de causa e efeito implícito nessa relação, isto é, quem vai dizer se a empresa vai continuar bem no mercado é a forma como ela se comunica com o mercado. Por essa lei, quanto maior e de mais qualidade for a transparência, melhor será também o resultado para a companhia. Por isso, uma das regras básicas da empresa, talvez aquela a que se dá maior atenção, é a comunicação com o mercado. A empresa tem uma política de divulgação pautada pela transparência e respeito pelo investidor. Dentro dessa política, constam aspectos fundamentais que orientam a companhia nesse particular, como princípios da comunicação corporativa, forma de divulgação de resultados (se por *press releases*, se por apresentações ou teleconferências). É preciso manter os investidores abastecidos de informações (Diretor de RI).

A divulgação de qualquer evento tem que ser feita na mais absoluta transparência e de forma correta, não privilegiando quem quer que seja. A CVM é rigorosa e o mercado não perdoa deslizes nesse campo. Algumas companhias entendem que reter informação traz vantagem sobre os concorrentes. Ocorre que funciona exatamente ao contrário: quanto maior a transparência, melhor será a reação favorável do mercado sobre a empresa, daí a nossa motivação (Diretor de Controladoria).

Esses depoimentos comprovam o compromisso e a motivação que são dados à dimensão transparência na M. Dias Branco, configurando-se como um dos principais fatores motivacionais.

O componente C2 (Profissionalizar a empresa) apresentou o terceiro maior grau de importância dentre todos os 25 fatores, recebendo nove citações. Esse resultado reforça a ideia de que a adoção de boas práticas de governança corporativa leva à profissionalização da empresa, hoje vista como fator determinante da continuidade do negócio (SOUZA, 2006). Além do mais, a profissionalização não teve destaque somente na categoria “motivações à adoção de MPGC”, mas também nas categorias “etapas do processo de implementação de MPGC” e “benefícios decorrentes da utilização de MPGC”, que são apresentadas em tópicos posteriores, fato que comprova sua relevância no processo de adequação de MPGC.

Investigando sobre as principais razões que levaram a companhia à adoção de MPGC, um dos entrevistados afirmou:

a profissionalização foi uma das fortes motivações para a adoção de melhores práticas de governança, porque ela tornou-se pré-requisito para se atingir com segurança o processo de abertura de capital. Então, posso dizer que a profissionalização foi fundamental para chegar onde estamos hoje. A gente começou a trazer bons profissionais há bastante tempo. Esse processo começou muito antes de outubro de 2006. Eu me lembro que a contratação do profissional para a Controladoria foi feita no final de 2004, e a do profissional para Tecnologia da Informação no final de 2003. Então o processo de profissionalização começou com essa antecedência, porque nós sabíamos que qualquer passo estratégico que a empresa quisesse dar passaria pela profissionalização (alta gestão).

Esse depoimento evidencia que a profissionalização é uma das razões para a modernização da gestão das empresas. Nesse sentido, concorda-se com Souza (2006), quando este afirma que a profissionalização das empresas não é mais vista como simples opção, mas como uma questão de subsistência num mercado cada vez mais exigente. Para esse autor, o grau de profissionalização é que determina as chances de sucesso da questão sucessória.

O componente C20 (Agregar valor para os acionistas) ficou em quarto lugar, recebendo oito citações. A percepção dos entrevistados apontando esse componente nessa posição confirma a importância que lhe é atribuída na literatura. São vários estudos empíricos que discutem as relações entre práticas de governança corporativa e o valor da empresa e entre o índice de governança corporativa e o valor da empresa (LA PORTA et al., 1999 p. 15; MCKINSEY & COMPANY, 2000, p. 11; STAUB; MARTINS; RODRIGUES, 2002, p. 38; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005, p. 58; KLAPPER; LOVE, 2004, p. 5; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2007, p. 4).

Opinando sobre as principais motivações da empresa para adoção de boas de governança, dois dos entrevistados comentaram:

outra razão para adoção das melhores práticas de governança corporativa é a geração de valor para o acionista. A riqueza do acionista é o preço da ação multiplicado pela quantidade de ações que ele tem. Nenhum acionista vai ficar satisfeito de ver o preço do papel dele caindo, e mesmo recebendo dinheiro numa emissão secundária ou mesmo numa emissão primária. Se promover a riqueza do acionista é uma das principais motivações para a companhia, este por sua vez não descuida desse objetivo. Por isso em qualquer variação no preço da ação é muito normal um acionista acompanhar o desempenho da empresa e a qualquer alteração manter contato conosco para perguntar as razões das alterações e o que está sendo feito para mudar a situação (Diretor de RI).

São várias as razões para adoção de boas práticas de governança corporativa, mas vou resumi-las a três: primeiro porque a companhia enxerga a governança corporativa como forma de geração de valor, tanto para os acionistas quanto para a companhia; segundo, porque ela leva à perpetuidade do negócio; e terceiro, porque propicia a profissionalização da companhia (Diretor de Controladoria).

O estudo do IBGC (2006a), que trata especificamente das motivações para adoção das boas práticas de governança corporativa, também confirma que a agregação de valor ao acionista tem relevância, uma vez que foi o fator motivacional que se posicionou em quarto lugar, o que contribui para corroborar os resultados encontrados nesta pesquisa acerca desse tema.

Em relação à quinta colocação do componente C25 (Viabilizar a abertura de capital), com cinco citações, é plenamente justificada, haja vista o grande apelo tanto por parte da literatura sobre os benefícios decorrentes da realização de uma abertura de capital (CASAGRANDE NETO et al., 2000, p. 25; IBGC, 2006b, p. 53; RAMOS, 2006, p. 7; OLIVEIRA, 2007, p. 26; BOVESPA 2007b, p.2), quanto nas diversas mídias, tendo como resultado no país a realização de 64 *Inicial Public Offerings* (IPO) verificadas em 2007, além de um incremento no número de empresas listadas no Novo Mercado e nos Níveis Diferenciados entre 2006 e 2007 em cerca de 65,9%, saltando de 94 para 156 (BOVESPA, 2008b, p.2).

Indagado sobre o que motivou à abertura de capital na empresa M. Dias Branco, um entrevistado respondeu:

a motivação para a abertura de capital foi um processo de mão dupla: inicialmente a abertura de capital tornou obrigatória a governança, então o que aconteceu foi: nós queremos abrir o capital, então para isso é necessário implementar boas práticas de

governança. E aí evidentemente que depois disso o convívio dos executivos o convívio dos acionistas com essas práticas tornou-as muito bem vindas. Hoje, ocorre o contrário: ao invés de obrigação, a governança é vista como fonte do processo de evolução para a sustentabilidade da companhia no mercado (Diretor de Controladoria).

Surpreendeu a colocação do componente C13 (Possibilitar maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores) também na quinta posição, à frente do componente C17 (Valorizar as ações da empresa), uma vez que a geração de riqueza para a empresa e para o acionista são assuntos largamente discutidos, tanto teórica quanto empiricamente (CARVALHO, 2003, p. 13; BRIDGER, 2006, p. 24; ROGERS, 2006, p. 19; MELLO, 2007, p.25). Esse resultado pode estar relacionado à crescente atenção dada pelos proprietários do capital à possibilidade de transformarem a qualquer tempo suas ações em dinheiro, a fim de diversificar seus patrimônios pessoais, que em geral são fortemente concentrados (CARVALHO, 2002, p. 29; BOVESPA, 2007c, p. 7).

Percebe-se a diversificação patrimonial dos acionistas controladores como uma das principais motivações da empresa M. Dias Branco. Nas apresentações públicas que faz pelo país (Case M. Dias Branco), em um dos *slides* destaca-se o “relacional da oferta”, isto é, o que a abertura de capital trará de positivo do lado da empresa e do lado dos acionistas. Do ponto de vista dos acionistas controladores, o item de maior destaque é a diversificação patrimonial dos sócios.

Os depoimentos também confirmam a motivação pela diversificação patrimonial dos sócios, como mostram as falas dos entrevistados:

além dessas motivações, há também o interesse em viabilizar uma maior diversificação patrimonial do acionista controlador, que tem cinco filhos. Em muitas empresas, quando ocorre a morte do acionista controlador, tem briga de filhos. Uns querem sair, outros querem continuar, uns acham que o negócio vale “x”, outros acham que o negócio vale “y”. Quando você tem a empresa aberta, você tem todos esses problemas resolvidos, você tem o preço da empresa, você tem a empresa com visibilidade de mercado. Então, um filho que eventualmente não queira continuar, vai para bolsa e vende, e não fica dependendo dos outros irmãos, ele também não se prejudica, porque o preço do ativo dele tem uma visibilidade internacional (alta gestão).

Dentre estas motivações relacionadas, valorizar as ações da empresa foi o principal ponto porque o grande motor dessa abertura de capital foi efetivamente tornar o patrimônio dos sócios com maior liquidez para garantir a perpetuidade da empresa (Diretor de controladoria).

Com relação ao componente C10 (Viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais), com quatro citações, foi lembrado como uma motivação para adoção de MPGC na empresa M. Dias Branco. O depoimento a seguir revela esse fato:

existiu sim a intenção da empresa em atrair potenciais investidores. Não digo que foi uma das principais motivações. Geralmente esses fundos têm muito conhecimento de empresas do mesmo ramo, e a possível troca de experiência com a maior indústria da Europa na fabricação de massas e biscoitos, por exemplo, poderia ser muito vantajosa para a companhia (alta gestão).

Destaca-se também a posição alcançada pelo componente C4 (Melhorar a imagem institucional), corroborando estudos de Nardi e Nakao (2006), com quatro citações, que demonstram haver um impacto positivo na imagem institucional das organizações a partir da adoção de MPGC. Criar uma imagem institucional positiva na companhia foi uma das motivações para a adoção de MPGC. A motivação de melhorar a imagem da organização pode ser percebida neste depoimento:

foram inúmeras as motivações que levaram o acionista controlador à adoção de melhores práticas de governança. Uma delas ficou logo muito claro que era a perpetuidade do negócio. A outra motivação muito ressaltada por ele era a visibilidade que a companhia alcançaria com a abertura de capital, tanto no Brasil quanto no exterior. Tudo isso se confirmou posteriormente. Antigamente chegávamos em São Paulo, Rio ou Belo Horizonte, quando nos apresentávamos, diziam: quem é M. Dias Branco? O que vocês fazem? A partir da adoção de melhores práticas de governança corporativa e o conseqüente ingresso no Novo Mercado, foi como se as portas se tivessem aberto (Diretor de RI).

Contrariando estudos que afirmam que a adoção de boas práticas de governança corporativa tem relação com a redução do custo de capital (BLACK, 2000, p. 19; GOULART, 2003, p. 39; CARVALHO, 2002, p. 29; VIEIRA; MENDES, 2004, p. 105; BOVESPA, 2007b, p. 2; OLIVEIRA, 2007, p. 27), no caso da empresa M. Dias Branco, a ausência do componente C19 (Reduzir o custo de capital) entre as principais motivações da empresa M. Dias Branco justifica-se pela excelente situação econômico-financeira retratada nas demonstrações contábeis da M. Dias Branco ao longo do tempo. Os depoimentos de dois dos entrevistados retratam essa situação:

realmente, do ponto de vista financeiro não existia nenhuma razão para a companhia abrir o capital. A companhia tinha um baixo endividamento e forte geração de caixa. Se você olhar pela lógica estritamente financeira, não haveria razão para isso [...] (alta gestão).

[...] embora não tenha sido uma preocupação relevante nem ter sido um dos principais fatores motivacionais na M. Dias Branco, não posso deixar de admitir que a ida da companhia ao Novo Mercado fez com que o custo de capital da empresa caísse significativamente (Diretor de controladoria).

[...] o menos importante foi o custo de capital porque a empresa tem um endividamento praticamente nulo, o único endividamento que a empresa tem é um endividamento subsidiado que é BNDES e BNB que o custo é menor do que o custo de capital próprio (Diretor de controladoria)

Seguindo a metodologia estabelecida para esta pesquisa, foi aplicada a técnica de triangulação, que teve o objetivo de comparar os dados qualitativos obtidos nas entrevistas com os dados quantitativos gerados em escala Osgood et al. (1957 apud MATTAR, 1996, p. 990), no sentido de identificar o grau de importância dos componentes das motivações para adoção de MPGC. Para tanto, aplicou-se a técnica de análise de distribuição de frequência, que possibilita observar quantas vezes e em que grau de importância cada item foi avaliado pelos respondentes. Os resultados dessa análise estão contidos na Tabela 3.

Tabela 3 – Graus de importância das motivações para adoção de melhores práticas de governança corporativa

Componente	Motivações para Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa	Grau de Importância				
		Frequência				
		1	2	3	4	5
C1	Perpetuar a empresa	0	0	0	1	4
C2	Profissionalizar a empresa	0	0	0	3	2
C3	Alcançar ambiente meritocrático, a fim de aumentar a retenção de talentos	1	1	2	1	0
C4	Melhorar a imagem institucional	0	0	1	2	2
C5	Melhorar o relacionamento entre os acionistas componentes do bloco de controle	1	0	2	1	1
C6	Maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais	0	0	0	2	3
C7	Melhorar o processo sucessório	1	1	0	2	1
C8	Aumentar a captação de recursos junto a credores e acionistas	3	1	1	0	0
C9	Facilitar a internacionalização das operações da empresa	2	2	1	0	0
C10	Viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais	0	1	0	2	2
C11	Recuperar a confiança dos investidores	4	1	0	0	0
C12	Permitir uma melhor percepção dos papéis corporativos pelos investidores	1	0	1	2	1
C13	Possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores	0	0	1	3	1
C14	Melhorar o processo de precificação das ações da empresa	1	1	2	1	0
C15	Promover um maior alinhamento entre proprietários, conselho de administração e diretoria executiva	2	2	1	0	0
C16	Reduzir conflitos de interesses	1	2	1	0	1
C17	Valorizar as ações da empresa	0	1	1	1	2
C18	Aumentar a liquidez das ações da empresa	0	1	1	2	1
C19	Reduzir o custo de capital	1	2	1	1	0
C20	Agregar valor para os acionistas	0	0	0	4	1
C21	Reduzir a volatilidade das ações da empresa	1	0	3	1	0
C22	Facilitar o acesso ao crédito	2	2	0	1	0
C23	Melhorar o processo decisório	1	0	1	3	0
C24	Melhorar o trabalho da alta gestão de estruturar melhor e de melhorar o desempenho operacional	2	0	1	1	1
C25	Viabilizar a abertura de capital	0	0	1	2	2

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da pesquisa.

Analisando-se as frequências atribuídas a cada componente na Tabela 3, percebe-se que os componentes C1, C2, C4, C6, C10, C13, C20 e C25 foram avaliados com escores próximos de 5, o que indica “extrema importância”, verificando-se assim poucas divergências em relação aos dados apresentados na Tabela 2.

5.3 Etapas do Processo de Implementação de Melhores Práticas de Governança Corporativa

Cerca de um ano e meio antes de realizar sua abertura de capital, em outubro de 2006, a M. Dias Branco deu início a projeto e atividades a fim de preparar a empresa para adoção de boas práticas de governança corporativa. A decisão deveu-se a iniciativa e visão do acionista controlador, que, objetivando o crescimento e a perpetuidade dos negócios da companhia, incentivou a implementação do projeto, o qual foi inicialmente desenvolvido por executivos internos, que se orientaram principalmente nas recomendações de instituições especializadas em MPGC, como o IBGC e a CVM, bem como em alguns dos principais documentos de governança da companhia.

Segundo os entrevistados, inicialmente procurou-se identificar as MPGC, para em seguida definir-se com mais clareza as mais indicadas para adoção na empresa. Foi feito um trabalho de conscientização das pessoas, que envolveu a preparação da equipe interna, em primeiro lugar no aspecto cultural, o que correspondeu a uma verdadeira revolução na forma de tratar seus públicos internos e externos. Foram atacados também alguns pontos básicos, como a reestruturação societária, bem como as principais exigências do Novo Mercado, destacando-se a composição do conselho de administração. Desse modo, a empresa antecipou-se ao contrato que seria assinado na Bovespa, visando principalmente atender às recomendações do IBGC e do Novo Mercado, que prevêem o conselho de administração da companhia com no mínimo cinco membros. Atendeu-se também a outra regra da Bovespa sobre a composição do conselho de administração, o qual deveria possuir 1/5 de membros independentes, ou seja, um conselheiro independente. Nesse quesito, a empresa dobrou a quantidade mínima exigida, colocando no conselho dois membros independentes. Além disso, foi realizada uma mudança profunda em uma série de processos internos, uma vez que a

empresa estava saindo de um modelo de capital fechado para um modelo de capital aberto, no qual é muito grande o detalhamento de informações.

Adicionalmente, foram realizadas alterações na estrutura organizacional, mudando-se as funções de diretores para vice-presidências, que passaram a definir políticas para a companhia, com o objetivo de alinhar a gestão estratégica com a gestão de resultados. Para isso, a empresa direcionou seus esforços em dois projetos: primeiramente, a empresa investiu na contratação de profissionais altamente capacitados nas áreas jurídica, contabilidade, controladoria e Tecnologia da Informação. Paralelamente, a empresa promoveu uma reestruturação tecnológica, mediante migração do antigo sistema de gestão *Enterprise Resource Planning* (ERP) para um novo ERP. O *software* escolhido foi o *E-Business Suite* (ESB), da Oracle. Na implantação desse projeto, a empresa investiu cerca de R\$15 milhões, incluídos aí o *software* ESB, os serviços da empresa de consultoria, a aquisição de servidores e a contratação da equipe de tecnologia. Na segunda linha de ação, a empresa implantou o *Balanced Scorecard* (BSC) corporativo em todas as suas dimensões, que foram adaptadas a sua realidade e ao seu modelo de negócio (financeira, mercado, aprendizado e responsabilidade social), implantando-se em seguida para os demais setores da empresa.

Inicialmente, foram identificadas na literatura vinte etapas (Quadro 3) tidas como relevantes na experiência de diversos tipos de empresa no processo de aprimoramento das MPGC. Sendo uma empresa de capital fechado que ingressou diretamente no Novo Mercado, verificou-se que das vinte etapas do processo de implementação de MPGC, seis não foram vivenciadas no caso em estudo: C1 – Mudança na composição do conselho de administração; C5 – Adesão aos programas de ADR; C7 – Indicação de um diretor-presidente não pertencente à família controladora para dirigir a companhia; C8 – Concessão de *tag along* para ações preferenciais; C12 – Elaboração de acordo de acionistas (organização e definição de regras para acionistas do bloco de controle); C20 – Realização de oferta pública secundária de ações em posse de grandes investidores, visando à liquidez das ações na Bovespa. Desse modo, foram considerados para análise os quatorze componentes remanescentes, listados no Quadro 3.

A aplicação das regras contagem e de frequência simples de Bardin (1977) possibilitou a obtenção dos resultados, conforme se apresenta na Tabela 4:

Tabela 4 – Frequência de citação das etapas do processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa

Etapas do Processo de Implementação de Melhores Práticas de Governança Corporativa	Componente	Frequência de Citação
Reestruturação societária	C9	7
Criação de comitês do conselho de administração	C2	7
Criação da área de relações com investidores (RI) e de uma seção para os investidores no <i>website</i> da empresa	C6	6
Abertura de capital na Bovespa, com adesão aos Níveis Diferenciados de governança	C4	6
Contratação de auditoria independente	C11	5
Instalação do conselho fiscal	C18	4

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da pesquisa.

Ao investigar a importância do componente C9 (Reestruturação societária) no processo de implementação de melhores práticas na empresa M. Dias Branco, foi possível constatar sua relevância, conforme se percebe nos depoimentos de alguns entrevistados:

a empresa tinha vários negócios que estavam dentro do objeto social em que ela atuava, que ia de posto de gasolina a ramo imobiliário. Como resultado, existia uma grande dificuldade de percepção por parte dos investidores em relação aos resultados reais que cada negócio pudesse render o que acabava impactando no valor real da empresa. Então veja como essa reestruturação era essencial. Sem ela seria impossível realizar a abertura de capital. Houve então a separação desses objetos sociais. Deixamos na M. Dias Branco somente a área de alimentos, porque você não tem condições de abrir o capital de uma empresa com uma diversificação tão grande de objetos sociais (alta gestão).

Era uma verdadeira teia societária. O Grupo tinha empresas em vários segmentos. Isso acarretava uma séria dificuldade na viabilização do processo de abertura de capital. Devido a isso, foi necessário deixar de um lado a M. Dias Branco somente com a atividade principal, que é a área de alimentos, inclusive para que o mercado tivesse como analisar o potencial da nova empresa (Diretor de Controladoria).

A convergência das declarações dos entrevistados evidencia a importância dessa etapa, dado que representava o início do processo de implementação de boas práticas de governança corporativa na M. Dias Branco. Ademais, reestruturar a companhia nas esferas organizacional e societária tinha como principal objetivo levar os investidores a perceber com mais clareza os resultados da empresa. Desse modo, corrobora-se com o estudo do IBGC (2006a) no qual cerca de um terço das empresas afirmou que a simplificação da estrutura societária foi uma etapa-chave para melhor relacionamento com o mercado e para melhor percepção da qualidade das práticas de governança da empresa.

O componente C2 (Criação de comitês no conselho de administração) ocupou a segunda posição em relação ao número de citações. Pelas declarações dos entrevistados, percebeu-se

que essa etapa teve um peso importante, porque, ao criar comitês, a companhia começava a quebrar antigos paradigmas, isto é, começava a substituir padrões antigos, como, por exemplo, decisões estratégicas tomadas unicamente pelo conselho de administração, por novos padrões corporativos que possibilitavam a investigação dos atos do conselho de administração, como, por exemplo, o cumprimento do estatuto social:

hoje se tem a governança corporativa não como uma obrigação, mas como um processo de evolução. Veja, por exemplo, o caso da criação do comitê de auditoria. Nós não éramos obrigados, mas criamos. No caso do conselheiro independente, a Bovespa exigia apenas um membro, elegemos logo dois, então veja que é um processo que busca cada vez mais a utilização de práticas que sejam boas para a organização e visíveis para o investidor e para o mercado (alta gestão).

A criação de comitês para apoio ao conselho foi sem dúvida uma das etapas mais importantes. A razão dessa importância se deve ao fato de que se trata de uma das práticas mais valorizadas pelo mercado. Entendendo essa relevância, a companhia criou, além do comitê de auditoria, o de estratégia, o de divulgação e o de tecnologia e processos (Diretora de Desenvolvimento Organizacional).

Tais declarações evidenciam a clara importância da instituição de comitês na M. Dias Branco. A criação de comitês começou a ser implementada a partir da aprovação da Lei Sarbanes-Oxley em julho de 2002, que tornou obrigatória nos Estados Unidos a instituição do comitê de auditoria para as companhias abertas. Segundo Bedicks e Mônaco (2003), “independentemente de a empresa estar ou não sujeita às regulamentações da SEC, a instituição desse órgão é instrumento que agrega valor não só ao conselho de administração, como também a toda a empresa”. Vale ressaltar que, segundo o estudo do IBGC (2006a), a criação de comitês do conselho foi uma das etapas importantes para o aprimoramento das práticas de governança das empresas, tendo alcançado a segunda posição.

A terceira etapa mais importante do processo de implementação de MPGC, apontada pelos entrevistados deste estudo, foi o componente C6 (Criação da área de relações com investidores (RI) e de uma seção para os investidores no *website* da empresa). Ao se indagar sobre a prioridade dada para a criação da área de RI, ouviu-se o seguinte relato:

a criação de uma área de RI de primeira linha depende de uma coisa chamada “projeto”. Um projeto bem elaborado envolve, além de uma excelente equipe, todo um ferramental de comunicação e a montagem de *website* ágil e moderno que possa atender a todas as expectativas do investidor. No caso da M. Dias Branco, houve todo esse cuidado com cada detalhe, tanto na fase de projeto, quanto na fase de execução. A criação de uma área de RI teve um peso muito grande devido ao papel estratégico que ela representa numa companhia aberta. Hoje, qualquer empresa que ingresse no Novo Mercado deve montar uma área de RI de altíssima qualidade.

Porque a demanda que a gente tem por informações, por dados referentes à M. Dias Branco, sejam eles históricos ou prospectivos, é muito grande. Então, diariamente a gente recebe ligação de investidor, inclusive investidor estrangeiro que telefona ou manda *e-mail* numa periodicidade menor, entra em contato conosco solicitando informação, então é fundamental uma área de RI, por que se você não tiver, para começo de conversa, você está fora do mercado, porque ninguém vai entrar num papel se não tiver acesso à informação. Então você tem que ter uma equipe, uma área que conheça a estratégia da empresa, que conheça todos os dados da empresa para poder se comunicar com esse investidor (Diretor de RI).

Segundo Marrey (2007), montar uma equipe de RI vem se tornando uma das prioridades nas empresas. O profissional de RI está muito valorizado, principalmente devido ao elevado número de IPOs realizados no país nos últimos dois anos, e isso acelerou a procura por esse tipo de profissional, dado que dialogar com o mercado de forma segura, transparente constitui um dos principais desafios da corporação nos dias atuais.

Esse pensamento vem a corroborar a opinião de Oliveira (2007), sobre a necessidade das empresas no tocante à formação de uma equipe de RI de boa qualidade. Para esse autor, uma das primeiras providências de uma empresa que deseja ingressar no mercado de capitais é a contratação de uma equipe de relações com os investidores capaz de comunicar-se eficientemente com o mercado. O profissional de RI é o intérprete da empresa para o mercado, e, além disso, tem como importante tarefa o desenvolvimento interno da cultura dos colaboradores; é responsável pelo desenvolvimento de um *website* de RI, e deve implantar um novo modelo de comunicação e relacionamento com a comunidade financeira.

Outro componente destacado pelos respondentes foi a abertura de capital na Bovespa – Componente C4 –, com seis citações, considerada a quarta etapa mais importante do processo de implementação de melhores práticas na empresa em estudo, como se pode observar pelo depoimento de um entrevistado:

a implantação de boas práticas de governança na M. Dias Branco foi um caminho para se chegar à abertura de capital, que por sua vez abriria o caminho para a perpetuação da companhia, e para a questão sucessória, que foi a intenção do acionista controlador. Então, realizar a abertura de capital com sucesso, como foi o nosso caso, acredito que tenha grande peso na escolha dessa etapa como uma das mais importantes (alta gestão).

Segundo o estudo do IBGC (2006a), as empresas da pesquisa afirmaram que a listagem em bolsa foi uma importante etapa para o aprimoramento das práticas de governança corporativa, o que comprova a relevância dessa etapa no processo de implementação de melhores práticas.

Já a obtenção do quinto lugar pelo componente C11 (Contratação de auditoria independente) demonstra a preocupação que representou essa etapa no processo de implementação de MPGC na M. Dias Branco. Segundo um diretor que respondeu a pesquisa, em menos de dois anos a empresa deixou de ser uma companhia fechada, que utilizava os serviços de auditoria independente local, para galgar a posição de empresa de capital aberto listada no Novo Mercado da Bovespa, cujos serviços de auditoria independente são prestados pela KPMG Auditores Independentes. Esse aspecto fica mais claro com a leitura do depoimento de um dos entrevistados:

são duas as diferenças básicas entre a controladoria praticada por uma empresa limitada e uma empresa do Novo Mercado: primeiro é a complexidade das informações, ou seja, é infinitamente mais complicado, em razão das exigências dos órgãos reguladores. A segunda diz respeito ao volume, à qualidade e à precisão dessas informações. É nesse ponto que está a importância da contratação dos serviços de auditoria independente. Na visão do mercado, uma empresa de capital aberto no nível em que nós estamos, deve contratar uma empresa que tenha reconhecida capacidade técnica. Na M. Dias Branco, a empresa contratada foi a KPMG (Diretor de Controladoria).

A visão da direção da M. Dias Branco está alinhada com a opinião dos investidores internacionais. Analisando o relatório elaborado pelo Institute of International Finance (IIF), Santos e Bassi (2004) afirmam que “é uma necessidade das empresas brasileiras, a criação de mecanismos de auto-regulação, ou ainda acompanhamento e aderência às boas práticas de governança corporativa, através de agentes privados e independentes”.

Em relação à instalação do conselho fiscal – componente C18 –, recentemente a companhia adequou-se às recomendações do IBGC e da CVM e aprovou, em Assembléias Gerais Ordinária (AGO) e Extraordinária (AGE) de abril de 2008, a instalação de seu conselho fiscal em caráter permanente. O relato de um dos entrevistados dá uma idéia da importância dessa conquista, que reflete a importância dessa etapa no processo de implementação de MPGC:

normalmente, na maioria das empresas, quando se tem o conselho fiscal instalado, não precisa ter o comitê de auditoria interna. Na M. Dias Branco, optou-se por ficar com os dois órgãos. Isso porque, como o conselho fiscal reúne-se numa periodicidade menor, cerca de três meses, a gente achou que manter as reuniões mensais do comitê de auditoria interna era muito bom para a melhoria da gestão. É preciso acrescentar que essa etapa deve-se muito ao amadurecimento da gestão da companhia em relação ao valor que é dado às boas práticas de governança corporativa (Diretora de Desenvolvimento Organizacional).

A instalação do conselho fiscal representa um avanço na melhoria do processo de gestão, pelo papel que aquele colegiado desempenha no controle das ações tanto do conselho de administração como da Diretoria Executiva. Nesse contexto, concorda-se com Escuder e Tinoco (2006), quando afirmam que o conselho fiscal atua como mecanismo de controle dos atos da administração e contribui para dar maior transparência às informações e ações com as demais partes relacionadas.

É importante registrar que a profissionalização da equipe foi uma etapa muito comentada pelas pessoas entrevistadas. Vale ressaltar que essa etapa não consta no grupo de componentes da categoria “etapas do processo de implementação de MPGC”, retirado da literatura. Pelos depoimentos dos entrevistados, percebe-se que a profissionalização já vinha acontecendo com antecedência no início do processo de implementação de melhores práticas de governança:

isso vem acontecendo há algum tempo. Para entrar no Novo Mercado, você tem que passar no vestibular. Para passar no vestibular, você tem que se preparar. Essa preparação começa muito antes da data que se estabeleceu para a abertura do capital. Até lá tem-se o desafio da formação de um time de profissionais que atenda a esse objetivo (Diretor de Controladoria).

A visão de que abrir o capital para a profissionalização é uma visão equivocada, ao contrário, o mercado exige que a empresa já seja profissionalizada antes de ingressar no Novo Mercado (alta gestão).

Seguindo a metodologia estabelecida para esta pesquisa, foi aplicada a técnica de triangulação, que teve por objetivo comparar os dados qualitativos obtidos nas entrevistas com os dados quantitativos gerados em escala *Likert* de cinco pontos no sentido de identificar o grau de importância dos componentes das etapas do processo de implementação de MPGC. Para tanto, aplicou-se a técnica de análise de distribuição de frequência, que possibilita observar quantas vezes e em que grau de importância cada item foi avaliado pelos respondentes. Os resultados dessa análise estão contidos na Tabela 5.

Tabela 5 – Graus de importância das etapas do processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa

Componente	Etapas do Processo de Implementação de Melhores Práticas de Governança Corporativa	Grau de Importância / Frequência				
		1	2	3	4	NA
C2	Criação de comitês no conselho de administração	0	1	1	3	0
C3	Entrada de sócios estratégicos e/ou investidores institucionais como acionistas	0	2	1	2	0
C4	Abertura de capital na Bovespa com adesão aos Níveis Diferenciados de governança	0	1	2	2	0
C6	Criação da área de relações com investidores (RI) e de uma seção para os investidores no <i>website</i> da empresa	0	1	2	2	0
C9	Criação de comitês no conselho de administração	0	0	2	3	0
C10	Introdução do código de conduta	0	1	3	1	0
C11	Contratação de auditoria independente	0	2	1	2	0
C13	Definição de um novo modelo de governança	1	1	0	3	0
C14	Definição de política de dividendos clara e regular	0	3	2	0	0
C15	Definição de regras para separação entre propriedade (famílias controladoras) e gestão (empresas)	1	3	0	1	0
C16	Elaboração de sistema de remuneração variável dos executivos, com base em métricas do valor econômico	0	2	3	0	0
C17	Elaboração de balanços em IFRS ou US GAAP	1	1	1	2	0
C18	Instalação do conselho fiscal	1	2	1	1	0
C19	Realização de assembleias anuais com significativa presença de minoritários	1	4	0	0	0

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da pesquisa.

A Tabela 5 mostra a frequência dos componentes da categoria etapas do processo de implementação de MPGC sem as etapas que não foram vivenciadas pela M. Dias Branco. Analisando-se as frequências atribuídas a cada componente da Tabela 5, percebe-se que os componentes C9, C2, C6, C4, C11, C18 foram avaliados com escores próximos de 5, o que indica “extrema importância”, verificando-se assim poucas divergências em relação aos dados apresentados na Tabela 4.

5.4 Barreiras à Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa

A adoção de MPGC e a conseqüente listagem da M. Dias Branco no Novo Mercado não enfrentou o que se poderia chamar de “barreiras”. Os depoimentos dos diretores entrevistados apontam claramente para essa direção. Por contar com o apoio pessoal do acionista controlador, o projeto sempre foi visto como viável e benéfico para a organização. Esse

incentivo funcionou de forma positiva para o sucesso do processo de implementação de MPGC na companhia, mas não deixou de ser complexo, principalmente devido à resistência às mudanças por parte de algumas pessoas que não estavam devidamente informadas sobre os detalhes desse processo.

Há mais de seis décadas exibindo resultados positivos e consistentes, tanto em margem de venda, como em lucro líquido, seria normal permanecer com o modelo empresarial bem-sucedido ao longo do tempo. Essa era a lógica de algumas pessoas quando surgiu a idéia da adoção de MPGC e de preparação para abertura do capital. Ao longo do processo de implementação de MPGC, esse posicionamento foi um dos principais obstáculos enfrentados na M. Dias Branco.

A aplicação das regras contagem e de frequência simples de Bardin (1977) possibilitou a obtenção dos resultados, conforme se apresenta na Tabela 6

Tabela 6 – Frequência de citação das barreiras ao processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa

Barreiras à Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa	Componente	Frequência de Citação
Resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência	C12	9
<i>Free float</i> – Manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital	C5	3
Demonstrações contábeis de acordo com as normas do US GAAP ou da ISRF	C11	1

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da pesquisa.

Como se observa na Tabela 6, com exceção do componente C12 (Resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência), não houve obstáculos significativos durante o processo de implementação de MPGC na M. Dias Branco o que pode ser comprovado nos relatos a seguir:

não houve nenhuma barreira à adoção de melhores práticas de governança nem para abertura de capital. O que acontecia era que algumas pessoas da família não tinham um volume de informação adequado sobre esse processo. Isso eu não considero que seja barreira. Apenas se interessavam em conhecer mais, o que é perfeitamente normal; acho até saudável as pessoas quererem saber o que vem a ser essa nova realidade (alta gestão).

Tivemos que enfrentar resistências da cultura enraizada na centralização das informações, porque existiam também pessoas que não estavam convencidas dessa nova realidade. Elas não conseguiam compreender como é que determinadas

informações só a alta gestão e o acionista controlador poderiam ter e agora informação seriam abertas a todos os gestores. Como isso poderia ser possível? Então foi um trabalho de conscientização (Diretora de Desenvolvimento Organizacional).

Ao longo do caminho, tivemos algumas resistências, o que é normal quando o assunto é mudança, principalmente mudança no que vem dando certo. Não foi um volume alto, mas nós tivemos desligamento de algumas pessoas que não conseguiram adaptar-se a essa nova realidade; por isso tivemos que excluir essas pessoas do time (Diretor de Controladoria).

Tais declarações confirmam que embora o processo de adequação da companhia às MPGC tenha transcorrido sem grandes transtornos, enfrentou resistências de caráter cultural, corroborando estudos realizados no país e no exterior e reforçando a idéia de que a cultura é um fator que influencia fortemente grande parte dos empresários em relação à implantação de boas práticas de governança, criando resistência a medidas que visem garantir maior transparência, principalmente no tocante à necessidade de sigilo e de centralização de informações, conforme afirmam Carvalho (2002), Steinberg (2003) e Gorga (2004).

Já com relação ao componente C5 (*Free float* – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital), percebeu-se no depoimento de um entrevistado que houve certo obstáculo, devido ao interesse da empresa de reter parte dessas ações para vendê-las no futuro a um melhor preço, sendo contornado conforme revela o relato a seguir:

não posso dizer que a questão do *free float* tenha se constituído numa “barreira”, nem que essa condição pudesse ameaçar o ingresso da companhia no Novo Mercado. Contudo, causou certo empecilho, porque nós queríamos valorizar o nosso estoque remanescente de ações, e com isso vendê-las com melhor preço no futuro. Felizmente, foi possível atingir nosso objetivo, porque existe uma concessão no contrato da Bovespa que permite à empresa colocar apenas 17% das ações em circulação, devendo completar 25% em até três anos (alta gestão).

Com relação ao componente C11 (Demonstrações contábeis de acordo com as normas do US GAAP ou da IFRS), foi considerado um obstáculo na fase de transição de capital fechado para capital aberto, uma vez que a adequação aos padrões da Bovespa exige elevado nível de detalhamento das informações que devem ser prestadas, problema também resolvido, conforme se constata neste depoimento:

era um grande desafio a ser enfrentado, que foi superado com a implantação de um novo ERP da Oracle, que nos permitiu uma maior celeridade no processo contábil, na geração da informação. Hoje, no máximo até o quinto dia do mês seguinte, temos toda a contabilidade fechada dentro do padrão IFRS, tudo pronto para ser auditado e divulgado (Diretor de Controladoria).

Seguindo a metodologia estabelecida para esta pesquisa, foi aplicada a técnica de triangulação, que teve o objetivo de comparar os dados qualitativos obtidos nas entrevistas com os dados quantitativos gerados em escala Osgood et al. (1957 apud MATTAR, 1996, p. 990), no sentido de identificar o grau de importância dos componentes das barreiras para adoção de MPGC. Para tanto, aplicou-se a técnica de análise de distribuição de frequência, que possibilita observar quantas vezes e em que grau de importância cada item foi avaliado pelos respondentes. Os resultados estão contidos na Tabela 7.

Tabela 7 – Graus de importância das barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa

Componente	Barreiras à Adoção das Melhores Práticas de Governança Corporativa	Grau de Importância / Frequência				
		1	2	3	4	5
C1	Emissão apenas de ações ordinárias	5	0	0	0	0
C2	Direito de voto às ações preferenciais em matérias de alta relevância	5	0	0	0	0
C3	Adesão à câmara de arbitragem para solução de conflitos societários	4	1	0	0	0
C4	<i>Tag along</i>	4	1	0	0	0
C5	<i>Free float</i> – manutenção de parcela mínima de ações em circulação, correspondente a 25% do capital	2	2	1	0	0
C6	Restrições à negociação de ações por parte de administradores e controladores – observância das regras de <i>lock-up period</i>	3	1	1	0	0
C7	Conselho de administração – no mínimo 1/5 dos membros deverão ser independentes	5	0	0	0	0
C8	Conselho de administração com no mínimo cinco membros	5	0	0	0	0
C9	Elevação dos custos	2	3	0	0	0
C10	Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas	1	2	2	0	0
C11	Demonstrações contábeis de acordo com as normas do US GAAP ou da ISRF	2	3	0	0	0
C12	Resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência	0	0	3	1	1
C13	Apego à propriedade e ao controle, para manutenção do poder e <i>status</i>	3	2	0	0	0

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da pesquisa.

Examinando-se a Tabela 7, percebe-se claramente que, com exceção do componente C12 (Resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência), os demais componentes foram avaliados pelos respondentes com valores próximos de 1, o que indica “sem importância”, confirmando o que foi declarado nas entrevistas e detectado na análise de

conteúdo, isto é, confirmam que não houve obstáculos significativos enfrentados durante o processo de implementação de MPGC na M. Dias Branco.

Adicionalmente, pode-se afirmar que a principal barreira enfrentada ao longo de todo o processo de implementação de MPGC na M. Dias Branco teve conotação cultural, sendo as demais barreiras, no máximo, encaradas como exigências contratuais para acesso ao Novo Mercado.

5.5 Benefícios Decorrentes da Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa

Decorrido um ano e oito meses da data de ingresso da M. Dias Branco no Novo Mercado, a companhia acha-se extremamente recompensada pelo esforço empreendido para tornar-se uma companhia usuária de MPGC. Esse esforço possibilitou uma significativa evolução nos seus processos internos; a modernização do seu aparato tecnológico; uma significativa evolução da cultura organizacional; e a consolidação de uma equipe profissional de elevado nível, impactando de forma positiva no avanço da companhia nas questões de governança corporativa.

Os benefícios decorrentes da implementação dessas ações e da adoção de MPGC traduzem-se nos excelentes resultados alcançados pela companhia, destacando-se a obtenção de uma imagem institucional, que assumiu expressão nacional, sendo atualmente respeitada nos maiores centros financeiros do país, ampliando sua visibilidade de empresa líder de mercado em dois importantes segmentos de alimentação do país: massas e biscoitos.

Foram percebidos outros benefícios decorrentes da adoção de MPGC, como uma evolução, do ponto de vista cultural, do modelo de gestão da companhia, uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores e a profissionalização da gestão.

Ao se investigar os benefícios auferidos pela M. Dias Branco em decorrência da adoção de MPGC, percebeu-se, pelas declarações dos entrevistados, haver uma satisfação geral em

relação à adoção de MPGC, tendo inclusive superado as expectativas iniciais, como se comprova no depoimento a seguir:

nós estamos extremamente satisfeitos. Sabemos que os desafios continuam e tendem a aumentar, mas veja, estamos indo muito bem na estratégia de aquisições; há um mês nós anunciamos a compra de uma grande empresa do Nordeste, a indústria Bomgosto, dona da marca Vitarella, consolidando ainda mais nossa posição no cenário nacional. Em relação à governança, nós avançamos demais; com relação ao processo de comunicação com o mercado está indo muito bem; os números da empresa em termos de faturamento estão excepcionais; estamos com um crescimento de receita líquida da ordem de 14%, e este ano é possível que tenhamos até um pouco mais. O que poderia ter sido melhor seria o nosso resultado de margem EBITDA, que não foi melhor em razão da conjuntura do trigo. E, diga-se de passagem, isso não tem nada a ver com o processo de governança; foi uma questão conjuntural. De fato, nós tivemos um desempenho muito bom diante do cenário que a empresa enfrentou, e o fato de estar no mercado de capitais foi decisivo pelo monitoramento do mercado, e isso é inquestionável. Então, o que eu posso te dizer é que os benefícios e os objetivos atingidos estão além do que nós imaginávamos (Diretor de RI).

A aplicação das regras contagem e de frequência simples de Bardin (1977) possibilitou a obtenção dos resultados, conforme se apresenta na Tabela 8.

Tabela 8 – Frequência de citação dos benefícios decorrentes da adoção de melhores práticas de governança corporativa

Benefícios Decorrentes da Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa	Componente	Frequência de Citação
Melhor imagem	C21	11
Mudança cultural na mente das pessoas	C13	9
Maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores	C23	7
Ingresso dos conselheiros independentes e sua participação ativa em comitês, enriquecendo as discussões do conselho de administração	C14	5
Utilização do mercado como parceiro para monitorar negócios	C22	4

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da pesquisa.

A escuta dos conteúdos das entrevistas revelou que o componente C21 (Melhor imagem) atingiu a primeira posição, recebendo onze citações.

nós só viemos nos dar conta do enorme benefício que a entrada para o Novo Mercado proporcionou em termos de imagem da empresa, nas reuniões nos grandes centros financeiros. Por exemplo, em São Paulo ninguém conhecia a marca M. Dias Branco, mas somente quando dizíamos que éramos o dono da Adria. No Rio Grande do Sul a mesma coisa; só passamos a ser conhecidos depois de dizer ser os donos da Isabella, que é a marca mais conhecida de biscoito naquele estado.

Essa questão da visibilidade é talvez o que mais se sobressai entre outros benefícios. Para dar uma idéia disso, antes nós trabalhávamos para uma grande empresa do Ceará. A partir dos *road shows* e do IPO em outubro de 2006, passamos a ser profissionais de uma empresa do Brasil, que é vista pelo mundo todo. Esse é um benefício incontestável (Diretor de Controladoria).

Esses depoimentos confirmam expectativas da Bovespa (2007c) de que, além da valorização das ações, empresas listadas nos Níveis Diferenciados de governança corporativa obtêm uma significativa melhoria na imagem institucional. Além disso, participar do Novo Mercado é visto como um selo de qualidade, porque o mercado entende que empresas nesse segmento de listagem estão comprometidas com uma série de providências que visam melhorar as práticas de governança corporativa. Corroboram o estudo do IBGC (2003) que concluiu que a consciência a favor de MPGC vem aumentando, e que os benefícios percebidos estão associados com a melhor imagem da empresa. No estudo mais recente do IBGC (2006a), o quesito melhor imagem ficou na quinta colocação entre os principais benefícios externos.

Com relação ao componente C13 (Mudança cultural na mente das pessoas), na segunda posição, era um resultado esperado, dado que confirma a tendência já detectada na categoria barreiras, cujo componente C12 (Resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência) alcançou o primeiro lugar na categoria “Barreiras à adoção das MPGC”. Isso comprova que o trabalho empreendido pela companhia visando vencer os obstáculos impostos à implantação de um programa de MPGC deu bons resultados, a ponto de os respondentes já considerarem essa mudança cultural um benefício decorrente da implantação de boas práticas de governança corporativa na companhia. O relato de um dos entrevistados corrobora essa mudança:

uma das perguntas de uma das pessoas que inicialmente não apoiava o processo de implantação de boas práticas de governança foi: Trazer pessoas de fora para a gestão? Mas nós sempre trabalhamos com nossa equipe e está dando tudo certo. Não estamos alcançando bons resultados? Para que gente de fora? Na hora a resposta dada foi que profissionais qualificados vão trazer melhores resultados. Mas os benefícios que esses profissionais agregam à empresa com sua experiência são imensuráveis. Certo tempo depois, percebi aquela mesma pessoa comemorando os resultados e os benefícios que boas práticas de governança trouxeram para a empresa. Ai se vê que a resistência que se colocava para trazer bons profissionais e iniciar um programa de boas práticas de governança resume-se no seguinte: Por que não havíamos feito isso antes? (Diretor de Controladoria).

O componente C23 (Maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores) seguiu a mesma tendência, isto é, já tinha sido avaliado na categoria motivações, ocupando a sexta posição. Desta vez, atingiu uma avaliação melhor, alcançando a terceira posição na categoria Benefícios à adoção de melhores práticas de governança. O resultado obtido na M. Dias Branco vem confirmar que os proprietários das empresas comprometidas com a adoção de boas práticas de governança e o mercado de capitais estão interessados também na

diversificação da liquidez patrimonial, uma vez que ações podem ser colocadas no mercado a qualquer tempo (BOVESPA, 2007c, p. 7). Abordando esse assunto, um dos entrevistados comentou:

houve também, de certa forma, liquidez e uma maior diversificação dos recursos dos sócios; se um dia eles desejarem diminuir a própria participação no negócio e quiserem vender a sua parte, é só ir ao mercado e vender; como os papéis têm alta liquidez, tem uma porção de gente querendo (alta gestão).

O componente C14 (Ingresso dos conselheiros independentes e sua participação ativa em comitês, enriquecendo as discussões do conselho de administração) atingiu a quarta colocação. É interessante notar que no estudo do IBGC (2006a) essa questão ocupou a oitava posição. Isso equivale a dizer que, embora a amostra do estudo do IBGC (2006a) tenha diferentes tipos de empresa, no caso M. Dias Branco houve uma evolução para a valorização de práticas que imprimam maior independência entre os órgãos da administração, caminhando para um novo modelo de gestão, no qual a companhia esteja cada vez mais separada da sua fiscalização (DE LUCA JÚNIOR; LOBO, 2006, p. 1). Esse modelo de gestão constitui uma realidade que pode ser comprovada, já que na M. Dias Branco estão instalados o comitê de auditoria e o conselho fiscal, como se constata na leitura do relato de um dos entrevistados:

acho que a gente caminhou mais que a gente imaginava que caminharia. Porque lembre-se, nós estávamos numa empresa limitada de um controlador só e de repente em dois anos nós estávamos com mais membros independentes no conselho de administração, do que era preciso; estávamos com um comitê de auditoria nos moldes da SEC americana, que é extremamente exigente, com membro especialista em finanças, que entende da operação, membro independente etc. (Diretor de Controladoria).

A quinta colocação do componente C22 (Utilização do mercado como parceiro para monitorar negócios) está em consonância com o estudo do IBGC (2006a), no qual esse quesito ocupou a sexta posição. A lógica implícita no monitoramento do mercado é a permanente busca por melhora no desempenho operacional, na redução custos de produção, no controle da qualidade das informações levadas ao mercado, no tratamento equânime que tem que ser dado aos investidores, na constante vigilância nos cenários macroeconômicos internacionais e na busca de uma contínua melhoria nos indicadores da companhia. No relato abaixo, é possível entender o quanto esse quesito é importante para o desenvolvimento da M. Dias Branco:

em termos de benefícios para a companhia, o grande ganho foi o monitoramento do mercado, que fez com que a companhia tivesse um desempenho muito bom diante dos cenários que ela enfrentou ao longo desses últimos dois anos. Para se ter uma idéia, o trigo, nosso principal insumo, saiu do patamar de US\$140.00/ton em outubro de 2006, para algo próximo de US\$430.00/ton ao final de março de 2008. Apesar disso, nós tivemos um significativo crescimento de receita líquida; tivemos crescimento de alguns indicadores, como por exemplo, o EBITDA. Eu acho que um dos fatores primordiais pra isso acontecer foi o fato de a gente estar no mercado de capitais, porque o mercado estava sempre exigindo da companhia uma postura proativa com relação ao cenário e às decisões que foram tomadas pela equipe de gestão [...] o monitoramento do mercado fará com que a empresa sempre procure apresentar desempenhos consistentemente melhores. Eventualmente, você pode ter um período de desempenho abaixo do esperado, em função de fator conjuntural ou setorial, mas você tem que demonstrar que a companhia está se mexendo para reverter o potencial quadro negativo. O mercado é soberano, e se ele entender que a companhia perdeu a capacidade de reação, aí você recebe outra ligação de um acionista que te diz: tua margem bruta caiu para 35%; vocês vão ficar confortáveis com isso, essa é a nova margem bruta da companhia? É lógico que não vamos ficar confortáveis com isso. Nós queremos que a margem bruta volte para o patamar de 40%. Aí o que eu tenho que fazer para que isso ocorra? O que temos que fazer para que a margem EBITDA volte para o patamar de 22%? Isso é monitoramento de mercado (Diretor de RI).

A fim de identificar o grau de importância dos benefícios, aplicou-se a técnica de análise de distribuição de frequência, que possibilita observar quantas vezes e em que grau de importância cada item foi avaliado pelos respondentes. Os resultados dessa análise estão contidos na Tabela 9.

Analisando-se as frequências atribuídas a cada componente na Tabela 9 percebe-se que os componentes C21 C13, C23, C14 e C2 foram avaliados com escores próximos de 5, o que indica “extrema importância”, verificando-se assim poucas divergências em relação aos dados apresentados na Tabela 8.

Tabela 9 – Graus de importância dos benefícios auferidos em decorrência da adoção de melhores práticas de governança corporativa

Componente	Benefícios Decorrentes da Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa	Grau de Importância / Freqüência				
		1	2	3	4	5
C1	Maior valorização das companhias por investidores dispostos a pagar “ágios de governança”	2	3	0	0	0
C2	Requisito para acesso a mercados financeiros internacionais	3	0	0	2	0
C3	Requisito para alianças estratégicas, em especial as que envolvem agentes internacionais	2	1	0	2	0
C4	Promoção de maior alinhamento entre proprietários, conselho de administração e diretoria executiva	1	0	1	2	1
C5	Redução de conflitos de interesses	1	2	1	1	0
C6	Harmonização de interesses dos proprietários com os de outras partes interessadas	1	1	1	2	0
C7	Maior segurança quanto aos direitos dos proprietários	1	0	2	2	0
C8	Maior profissionalização da gestão da empresa	0	0	2	1	2
C9	Maior formalização dos processos de trabalho	2	0	2	1	0
C10	Aprimoramento do processo decisório da alta gestão	1	0	1	3	0
C11	Separação mais clara de papéis entre representantes da propriedade (conselheiros) e da gestão (diretor-presidente)	0	2	3	0	0
C12	Melhor gestão dos riscos de investimentos e aprimoramento dos controles internos	0	1	3	1	0
C13	Mudança cultural na mente das pessoas	0	0	1	1	3
C14	Ingresso dos conselheiros independentes e sua participação ativa em comitês, enriquecendo as discussões do conselho de administração	0	0	0	5	0
C15	Amadurecimento da gestão, com o entendimento do funcionamento do conselho de administração e do conselho fiscal	0	1	0	4	0
C16	Melhores critérios para avaliação de desempenho e sistema de remuneração dos executivos	0	1	1	3	0
C17	Desenvolvimento de melhores práticas de contabilidade e instrumentos gerenciais	0	0	2	3	0
C18	Maior acesso ao capital	2	1	1	1	0
C19	Aumento da capacidade de crédito e diminuição do custo de captação de recursos	2	1	2	0	0
C20	Maior liquidez e volume de negócios das ações	0	0	3	2	0
C21	Melhor imagem	0	0	0	3	2
C22	Utilização do mercado como parceiro para monitorar negócios	0	0	1	3	1
C23	Maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores	0	0	0	4	1
C24	Maior visibilidade diferenciada, especialmente em relação aos pares do setor	0	1	2	1	1
C25	Maior precisão no apuração das ações	0	1	2	2	0

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da pesquisa.

5.6 Nível de Adequação às Melhores Práticas de Governança Corporativa

Para uma avaliação do nível de adequação das práticas de governança corporativa na M. Dias Branco, utilizou-se o questionário aplicado no estudo do IBGC (2006a), conforme anexo A, que contém cem perguntas binárias e objetivas, distribuídas em seis capítulos – Propriedade, Conselho de Administração, Gestão, Auditoria Independente, Conselho Fiscal e Conduta e Conflito de Interesses – baseadas no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2004), o qual considera que cada resposta positiva constitui uma boa prática de governança.

Em relação à estrutura de propriedade, a empresa M. Dias Branco apresenta um elenco de práticas, conforme explicitado no Quadro 9.

Práticas de Propriedade	
Principais destaques positivos	Principais aspectos em dissonância com as melhores práticas
<ul style="list-style-type: none"> • a empresa emite apenas ações ordinárias; • a empresa cumpre rigorosamente o prazo regulamentar para a convocação da Assembléia Geral; • a empresa facilita, ao máximo, a presença de maior número de sócios na escolha do local, data e hora das assembleias gerais; • a empresa disponibiliza documentos aos acionistas simultaneamente à publicação de edital de convocação de assembleia; • os votos dissidentes são registrados na ata de reunião, quando requerido; • a empresa dispõe de mecanismo para receber, antes de cada assembleia, propostas que os sócios tenham interesse em incluir na pauta; • a empresa facilita a votação por procuração e outros canais; • a empresa garante direitos de <i>tag along</i> para as ações ordinárias, além dos legalmente exigidos; • a empresa possui política de divulgação de fatos relevantes; • a empresa possui uma política de negociação de valores mobiliários incluindo períodos de vedação da negociação de ações por parte de administradores e outras pessoas de posse de informações privilegiadas; • a empresa utiliza câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; • o controle da companhia é direto e não existe mecanismo piramidal. 	<ul style="list-style-type: none"> • o estatuto não prevê que assuntos não incluídos na convocação só podem ser votados caso haja presença de todos os sócios; • o estatuto não prevê com clareza as situações nas quais o sócio terá o direito de afastar-se da sociedade; • a empresa ainda não constituiu um conselho de família; • <i>O free float</i> ainda se encontra em 17%; • a retirada de algum sócio da sociedade não obedece a critérios de valor econômico; • as atividades de conselho de família não são formalizadas em documento; • não existe separação clara de papéis entre conselho de família e conselho de administração; • o grupo controlador, considerando acordo de acionistas possui mais de 50% das ações votantes; • o percentual das ações com direito a voto do grupo controlador é maior que o mesmo possui sobre o total de ações da empresa.

Quadro 9 – Práticas de governança corporativa relativas à propriedade. Fonte: Elaborado pelo autor.

Na análise do Quadro 9, foi possível perceber que das 27 práticas propostas pelo IBGC (2006a), a M. Dias Branco adota doze delas. Além das práticas que constituem condição obrigatória e indispensável para a entrada no Novo Mercado, como a emissão somente de ações ordinárias e o uso da câmara de arbitragem para solução de conflitos, dentre as práticas de governança corporativa adotadas pela empresa, destacam-se: o princípio de boa-fé para participação nas assembleias; o cumprimento de prazo legal para convocação das assembleias; a disponibilização de documentos corporativos; a facilitação da inclusão de propostas na pauta da assembleia; e a divulgação de fatos relevantes, o que demonstra de forma cabal a preocupação da M. Dias Branco com dois dos princípios básicos da boa governança: *fairness* – senso de justiça e equidade no tratamento dos acionistas; e *disclosure* – transparência das informações.

Por outro lado, a empresa também apresenta algumas práticas de governança contrárias às recomendações do Código de Melhores Práticas do IBGC. Como mostra o Quadro 9, nove práticas sugeridas pelo IGBC não são adotadas pela companhia, com destaque para a ausência de um conselho de família. Um dos entrevistados reconhece essa situação, conforme deixa claro em seu depoimento:

na realidade, o conselho de família nosso não existe do ponto de vista formal. Mas na preparação da empresa para abrir o capital, separamos os negócios, criamos uma outra empresa, que os familiares estão dirigindo, que controla todos os outros negócios da empresa. Então, nós não temos ainda um conselho de família organizado, mas já demos o primeiro passo a partir do momento em que os outros negócios da família são geridos de forma independente da empresa M. Dias Branco, que abriu o capital (alta gestão).

Segundo Bernhoeft e Gallo (2003), quando o tema é governança corporativa, a constituição de um conselho de família é importante, principalmente quando há a figura do fundador e a presença de componentes da segunda geração. Desse modo, o conselho de família constitui um fórum representativo da família na sua relação com o conselho de administração. Além disso, funciona como um sistema de educação para seus membros, de forma que possa haver um equilíbrio entre as necessidades individuais de realização pessoal e profissional, ao mesmo tempo em que se sintam incluídos em um contexto coletivo.

Com relação ao *free float*, embora a empresa esteja com apenas 17%, portanto aquém dos 25% exigidos pelo regulamento do Novo Mercado, a M. Dias Branco tem prazo até outubro de 2009 para elevar o volume de ações em circulação.

No tocante às práticas relativas ao conselho de administração, a M. Dias Branco possui grande parte das práticas de governança corporativas recomendadas pelo Código de Melhores Práticas do IBGC (2004). O questionário do IBGC (2006a), em seu capítulo “conselho de administração” é composto por 43 questões, das quais trinta são práticas utilizadas pela M. Dias Branco, o que constitui 69,8% do total, com destaque para os aspectos que envolvem a criação dos comitês do conselho e composição do conselho, tanto em relação ao tamanho, quanto a sua independência.

Dentre as práticas em desacordo com o IBGC (2006a), destaca-se a ocupação do cargo de presidente do conselho (*chairman*) e executivo principal (CEO) pela mesma pessoa. Segundo Lodi (1976), nos Estados Unidos é muito forte a oposição à acumulação dessas funções nas organizações. Para esse autor, o governo da empresa centrado em uma só pessoa leva à empresa a dificuldade de separar essas funções, que em diversos momentos são conflitantes e provocam ambigüidade do conselho. O ponto de vista de Coombes e Wong (2004) corrobora a afirmação de Lodi (1976), segundo a qual na maior parte dos países adota-se o princípio de separar as funções (*chairman* e CEO), porque é indispensável que o conselho de administração tenha como principal característica sua independência, uma vez que as tarefas das duas principais funções da empresa são diferentes e potencialmente conflitantes. Sobre a ausência dessa prática na M. Dias Branco, um dos entrevistados argumentou:

no Brasil essa prática ocorre com muita frequência, exceto em pouquíssimas empresas que estão bastante avançadas. É natural num país em que o desenvolvimento do mercado de capitais é muito recente. A empresa tem consciência da importância de uma dissociação da figura do presidente do conselho da do presidente da diretoria executiva, principalmente quando a empresa é analisada por investidores internacionais. No momento, o impacto desse modelo de gestão na M. Dias Branco é muito pequeno. Pretendemos que a empresa caminhe nessa direção, mas não sei ainda em que tempo isso vai acontecer (alta gestão).

Torna-se interessante observar que a fala do entrevistado coaduna-se perfeitamente com a realidade vigente no país. A lei brasileira permite o acúmulo dessa função, e os estudos brasileiros revelam ser comum a ocorrência desse fato. Conforme Ventura (2000), em 41% das empresas brasileiras, *chairman* e CEO são a mesma pessoa. Informa ainda que em 72% das companhias, o CEO faz parte do conselho de administração. Resultado semelhante foi encontrado por Silveira (2002), segundo o qual a proporção de acúmulo das funções de *chairman* e CEO chegou a 40%. O Quadro 10 apresenta as práticas relacionadas ao conselho de administração.

Práticas do Conselho de Administração	
Principais destaques positivos	Principais aspectos em dissonância com as melhores práticas
<ul style="list-style-type: none"> • as atividades são normatizadas num regimento interno; • o seu conselho interno dispõe sobre as situações de conflito de interesses; • O executivo principal é um de seus membros; • reúne-se regularmente, sem a presença dos executivos da empresa; • seus comitês possuem regimentos internos; • a empresa possui comitê de auditoria; • a empresa possui os seguintes comitês: Auditoria, Divulgação, Estratégia e Desenvolvimento Organizacional; • o comitê de auditoria possui membro com notável conhecimento na área de finanças e contabilidade; • o comitê de auditoria reúne-se regularmente com o conselho fiscal, CEO e demais diretores; • o comitê de auditoria reúne-se regularmente com a auditoria interna e a auditoria independente; • o comitê de auditoria avalia a qualidade das informações de controladas, coligadas e terceiros que causem impacto nas demonstrações financeiras; • o conselho de administração possui seis membros; • o conselho de administração possui dois membros independentes; • o conselho avalia formalmente seu desempenho como órgão; • o mandato de seus membros tem a duração de um ano, e unificado; • seus membros recebem remuneração variável para executivos, além de um plano de <i>stock options</i>; • a empresa divulga a forma de remuneração dos conselheiros e diretores; • possui orçamento anual próprio aprovado pelos acionistas; • seus membros podem fazer consultas a profissionais externos, com recursos disponibilizados pela empresa; • dispõe de uma pessoa formalmente designada para o cargo de secretário; • suas reuniões ordinárias são realizadas mensalmente; • Há uma programação de pauta para suas reuniões; • a documentação relativa às suas reuniões é distribuída com, no mínimo, sete dias de antecedência; • os diretores são sistematicamente convidados para participar de suas reuniões; • seleciona e avalia periodicamente, em articulação com o comitê de auditoria, os trabalhos dos auditores independentes; • a auditoria interna se reporta diretamente ao comitê de auditoria e ao de conselho de administração; • reúne-se periodicamente com o conselho fiscal; • fornece aos membros do conselho fiscal cópia integral das atas de todas as reuniões; • não elege os suplentes; • os principais riscos relacionados ao setor e aos negócios estão disponíveis no <i>website</i> da empresa. 	<ul style="list-style-type: none"> • os cargos de presidente do conselho executivo e principal (CEO) são ocupados pela mesma pessoa; • os comitês não são compostos exclusivamente por conselheiros; • os comitês não são coordenados por conselheiros independentes; • o comitê de auditoria possui executivo em sua composição; • o comitê de auditoria não é composto exclusivamente por conselheiros não-executivos; • a maioria dos seus membros não é formada por conselheiros independentes; • além do seu presidente, há executivos na sua composição; • não avalia formalmente o desempenho individual dos conselheiros; • seus membros são reeleitos sem avaliação formal; • não há programa de introdução para novos membros; • a remuneração dos conselheiros não é estabelecida na mesma base do valor da hora de trabalho do CEO; • o conselho não realiza uma avaliação formal anual do desempenho do executivo principal; • o conselho não possui plano de sucessão do executivo principal (CEO).

Quadro 10 – Práticas de governança corporativa relativas ao conselho de administração. Fonte: Elaborado pelo autor.

Com relação às práticas de gestão, observou-se que oito das treze práticas de governança corporativa recomendadas pelo estudo do IBGC (2006a) são cumpridas pela M.

Dias Branco, principalmente no que concerne ao aspecto *transparência*, que privilegia a divulgação de grande volume de informações, como, por exemplo, apresentações públicas por teleconferência e em associação como a Apimec; informações financeiras disponíveis no *website* da empresa, que, por meio de uma central de *downloads*, disponibiliza uma série de documentos corporativos, como, por exemplo, atas e reuniões do conselho de administração; divulgação sobre resultados dos trimestres; divulgação de fatos relevantes; comunicação ao mercado sobre distribuição de dividendos; edital de convocação de assembléia geral ordinária e extraordinária; e demonstrações financeiras.

Dentre as práticas destoantes daquelas recomendadas pelo IBGC (2006a), cinco delas não são adotadas pela companhia, com destaque para a falta de divulgação sobre as formas de remuneração dos administradores, em particular, aquelas com desagregação dos percentuais pagos aos conselheiros e diretores. De acordo com o IBGC (2006a), essa informação é fundamental para os investidores, porque a forma de incentivo na remuneração desses profissionais pode influenciar suas decisões corporativas e suas linhas de ação. O Quadro 11 apresenta as principais práticas de gestão.

Práticas de Gestão	
Principais destaques positivos	Principais aspectos em dissonância com as melhores práticas
<ul style="list-style-type: none"> • o executivo principal (CEO) indica os diretores para aprovação pelo conselho de administração; • a companhia prepara os relatórios financeiros legalmente exigidos na data requerida; • o relatório anual possui uma seção específica dedicada às práticas de governança corporativa; • a empresa publica seus balanços de acordo com normas internacionais de contabilidade (IFRS); • o relatório anual, <i>website</i> ou divulgação pública inclui informações factuais e substanciais sobre transações com parte relacionadas; • o principal executivo (CEO) é responsável pelo processo de avaliação da diretoria e informa os resultados ao conselho de administração; • a empresa utiliza métrica de valor adicionado, com base em uma medida de lucro econômico para a avaliação de desempenho; • os diretores participam das decisões sobre a própria remuneração. 	<ul style="list-style-type: none"> • o relatório anual não informa a remuneração dos diretores e conselheiros, com a desagregação, no mínimo, do percentual pago ao conselho e à diretoria; • a remuneração dos executivos não é atrelada a nenhuma métrica de valor adicionado que leve em conta o custo de oportunidade dos recursos investidos na empresa; • o estatuto social nem o relatório anual explicam o modelo de governança corporativa; • o CEO não avalia formalmente a diretoria executiva reportando os resultados ao conselho de administração; • a política de remuneração dos principais executivos não é estruturada levando em conta os resultados da empresa.

Quadro 11 – Práticas de governança corporativa relativas à gestão. Fonte: Elaborado pelo autor.

A política de remuneração da companhia é decidida pelo conselho de administração e divulgada ao mercado por meio de documentos de domínio público, como Informações Anuais (IAN) e Assembléias Gerais Ordinária (AGO) e Extraordinária (AGE), o que ainda

não atende às recomendações propostas pelo IBGC (2004). Falando sobre a política de remuneração da companhia um dos entrevistados afirmou:

a empresa hoje tem um plano de remuneração variável para alguns executivos, tem também plano de *stock option*, para a alta gestão, 20 ou 30 executivos que têm direito de participar do plano *stock options*, e nós fizemos recentemente uma aprovação de um PLE, plano de participação nos lucros, que está em implementação (diretor de RI).

Com relação às práticas da auditoria independente, a M. Dias Branco tem excelente *performance*, se comparada com as recomendações do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2004; 2006a), uma vez que seis das sete práticas recomendadas pelo órgão são adotadas pela companhia. O Quadro 12 mostra as práticas relativas a auditoria independente.

Práticas de Auditoria Independente – Principais destaques positivos
<ul style="list-style-type: none"> • os auditores são contratados por um período predefinido e só podem ser recontratados após avaliação formal e documentada efetuada pelo comitê de auditoria e/ou conselho de administração; • a empresa adota a política de rodízio das empresas de auditoria independente, com período máximo de cinco anos consecutivos por empresa; • a companhia utiliza como auditor independente alguma das empresas líderes globais de auditoria; • o auditor independente não presta outros serviços à empresa além dos de auditoria; • a empresa teve parecer da auditoria independente sem ressalvas nos últimos cinco anos; • nenhum executivo atual da empresa atuou anteriormente como auditor da companhia.

Quadro 12 – Práticas de governança corporativa relativas à auditoria independente. Fonte: Elaborado pelo autor.

De acordo com a Lei das Sociedades por Ações (6.404/76), a companhia deverá eleger um conselho fiscal, sendo que o estatuto disporá sobre seu funcionamento, o que equivale a dizer que sua instalação não é obrigatória. A cultura da empresa entende que as atribuições do conselho fiscal são complementares às da auditoria independente (ESCUDEK; TINOCO, 2006, p. 3). Essa face da cultura é respaldada por força de lei, e, assim, a instalação do conselho fiscal, na maioria das empresas brasileiras, adota o caráter não permanente. Contrariando essa tendência, a M. Dias Branco aprovou em Assembléia Geral Ordinária e Extraordinária de 29 de abril de 2008 a instalação de seu conselho fiscal, que entrará em funcionamento após a divulgação dos resultados referentes ao primeiro trimestre de 2008, dando mais um importante passo para a consolidação da adoção de boas práticas de governança corporativa.

Todavia, deve-se registrar que, apesar de aprovada a instalação do conselho fiscal, o sócio controlador não abre mão da prerrogativa de eleger a maioria de seus membros, fato que contraria as recomendações do IBGC e da CVM. O Quadro 13 apresenta as principais práticas do conselho fiscal.

Práticas do Conselho Fiscal	
Principais destaques positivos	Principais aspectos em dissonância com as melhores práticas
<ul style="list-style-type: none"> • a empresa aprovou a sua instalação, para funcionar em caráter permanente; • possui regimento interno formalizado; • suas reuniões com o comitê de auditoria já estão definidas no calendário anual da companhia; • funcionará segundo as práticas recomendadas pelo IBGC, incluindo a permanente articulação com a auditoria independente. 	<ul style="list-style-type: none"> • constitui prerrogativa dos sócios controladores a eleição da maioria dos seus membros.

Quadro 13 – Práticas de governança corporativa relativas ao conselho fiscal. Fonte: Elaborado pelo autor.

Em relação às práticas do último capítulo do questionário (Conduta e conflito de interesses), a companhia cumpre quatro das cinco práticas recomendadas pelo Código de Melhores Práticas do IBGC, com destaque para o Código de Ética, na medida em que atua como instrumento de apoio às decisões da gestão da companhia. De acordo com o Instituto Ethos (2008), “o código de ética ou de compromisso social é um instrumento de realização da visão e da missão da empresa, orienta suas ações e explicita sua postura social a todos com quem mantêm relações”.

O Quadro 14 apresenta as principais práticas relacionadas com tópico Código de conduta e conflito de interesses.

Práticas do Código de Conduta e Conflitos de Interesses	
Principais destaques positivos	Principais aspectos em dissonância com as melhores práticas
<ul style="list-style-type: none"> • a empresa possui código de ética elaborado pela diretoria e aprovado pelo conselho de administração; • não há investigação nem condenação decorrente de prática de governança inadequada; • nos últimos cinco anos não houve condenação administrativa ou jurídica de última instância envolvendo tratamento não equitativo de acionista minoritário; • nos últimos cinco anos não houve condenação pela CVM por violação de qualquer outra regra no mercado de capitais nos últimos cinco anos. 	<ul style="list-style-type: none"> • não há proibição estatutária de empréstimos em favor do controlador e/ou partes relacionadas.

Quadro 14 – Práticas de governança corporativa relativas a conduta e conflito de interesses. Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 10 apresenta o resumo das práticas de governança corporativa atualmente adotadas na M. Dias Branco, as práticas que estão em desacordo com as recomendações do IBGC, bem como aquelas que não se aplicam à empresa em estudo.

Tabela 10 – Nível de adequação de melhores práticas de governança corporativa na M. Dias Branco

Questionário IBGC Capítulo	Questões (%)	Adequação das Práticas de Governança Corporativa na M. Dias Branco		
		Práticas Positivas (%)	Práticas em Desacordo (%)	Práticas Não se Aplica (NA) (%)
Propriedade	27	12	9	6
Conselho de Administração	43	30	13	0
Gestão	13	8	5	0
Auditoria Independente	7	6	0	1
Conselho Fiscal	5	4	1	0
Código de Conduta e Conflito de Interesses	5	4	1	0
Total	100	64	29	7

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da pesquisa.

Pelos critérios do IBGC (2006a), cada resposta positiva a uma das cem perguntas do questionário constitui uma boa prática de governança corporativa e equivale a um ponto percentual. Entretanto, o estudo não considerou a adequação das empresas de forma individual, o que inviabiliza um estudo comparativo com o caso M. Dias Branco.

Verifica-se na Tabela 10 que 7% das práticas sugeridas no questionário do IBGC (2006a) não se aplicam ao caso em estudo, com isso a percentagem relativa de adequação às melhores práticas de governança corporativa atinge 68,81%, e a percentagem relativa das práticas de governança corporativa em desacordo com as orientações do IBGC, atinge 31,19%.

Das sete práticas de governança corporativa que não se aplicam a esse estudo, seis são do capítulo propriedade e uma do capítulo auditoria independente. Das seis práticas do capítulo propriedade, duas dizem respeito ao direito de voto das ações preferenciais em questões relevantes, três relacionam-se com acordo de acionistas e uma refere-se a direitos de *tag along* de preferencialistas. Com relação à prática do capítulo Auditoria independente que não se aplica a este estudo está relacionada a outros serviços prestados pelo auditor independente.

CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve como objetivo geral investigar o processo de adequação às MPGC nas empresas, identificando as motivações, etapas de sua implementação, benefícios auferidos e barreiras enfrentadas durante o processo. Para a consecução desse objetivo a empresa escolhida foi a M. Dias Branco. Para tanto se elegeu cinco objetivos específicos. O primeiro consistia em identificar as razões que levam a empresa M. Dias Branco à adoção de melhores práticas de governança corporativa. Das 25 motivações listadas com base na literatura, oito foram consideradas de maior grau de relevância na M. Dias Branco, as quais são dispostas a seguir por ordem decrescente de importância: C1 – Perpetuar a empresa; C6 – Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais; C2 – Profissionalizar a empresa; C20 – Agregar valor aos acionistas; C25 – Viabilizar a abertura de capital; C13 – Possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores; C10 – Viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais; e C4 – Melhorar a imagem institucional. Considera-se, portanto, alcançado o primeiro objetivo específico.

No segundo objetivo específico se buscava conhecer as principais etapas percorridas pela empresa M. Dias Branco durante a implantação das atuais práticas de governança corporativa. Das vinte etapas identificadas na literatura, tidas como relevantes no processo de implementação das MPGC, verificou-se que seis não haviam sido vivenciadas pela empresa em estudo. Das quatorze etapas remanescentes, seis apresentaram maior grau de relevância, as quais são dispostas a seguir por ordem decrescente de importância: C9 – Reestruturação societária; C2 – Criação de comitês do conselho de administração; C6 – Criação da área de relações com investidores (RI) e de uma seção para os investidores no *website* da empresa; C4 – Abertura de capital na Bovespa, com adesão aos Níveis Diferenciados de governança; C11 – Contratação de auditoria independente; C18 – Instalação do conselho fiscal.

Com relação ao terceiro objetivo específico – analisar as principais barreiras à adoção de melhores práticas governança corporativa no empresa M. Dias Branco, se detectou que, com exceção do componente C-12 (Resistência cultural a medidas que visam garantir maior transparência), não houve obstáculos significativos enfrentados durante o processo de implementação de MPGC na empresa M. Dias Branco, e que os demais componentes

sugeridos na literatura como potenciais barreiras foram encarados como exigências contratuais para acesso ao Novo Mercado.

Com relação ao quarto objetivo, relacionar os benefícios auferidos em decorrência da adoção das melhores práticas de governança corporativa pela empresa M. Dias Branco –, o levantamento bibliográfico revelou 25 benefícios relevantes que podem ser auferidos por empresas que adotam MPGC, cinco dos quais foram considerados de maior grau de relevância para a empresa M. Dias Branco, os quais são dispostos a seguir por ordem decrescente de importância: C21 – Melhor imagem; C13 – Mudança cultural na mente das pessoas; C23 – Maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores; C14 – Ingresso dos conselheiros independentes e sua participação ativa em comitês, enriquecendo as discussões do conselho de administração; e C22 – Utilização do mercado como parceiro para monitorar negócios.

Para responder o quinto e último objetivo específico – identificar o atual nível de adequação da empresa M. Dias Branco às MPGC –, se utilizou a metodologia do IBGC (2006a). Identificou-se que 7% das práticas sugeridas no questionário do IBGC (2006a) não se aplicam ao caso M. Dias Branco, com isso a percentagem relativa de adequação às melhores práticas de governança corporativa atinge 68,81%, e a percentagem relativa das práticas de governança corporativa em desacordo com as orientações do IBGC, atinge 31,19%.

Ressalta-se que das sete práticas de governança corporativa que não se aplicam a esse estudo, seis são do capítulo propriedade e uma do capítulo auditoria independente. Em relação às 29 práticas que estão em desacordo com as orientações do IBGC, referem-se aos seguintes capítulos: Propriedade, nove; Conselho de Administração, treze; Gestão, cinco; Conselho Fiscal, uma; Código de Conduta e Conflito de Interesse, uma.

Em resposta a questão orientadora da pesquisa, pode-se dizer que a implantação de boas práticas de governança corporativa na empresa M. Dias Branco teve início três anos antes do ingresso da companhia no Novo Mercado, em outubro de 2006, por iniciativa do acionista controlador, que teve como motivação principal perpetuar o modelo de negócio da companhia, passando a incentivar o projeto que foi inicialmente desenvolvido por executivos internos, seguindo-se um processo de qualificação e profissionalização da equipe, que

envolveu as áreas jurídica, contábil, de controladoria e de TI, que orientou e implantou o projeto. Ficou claro que não houve maiores dificuldades que pudessem ser classificadas como barreiras, destacando-se nesse aspecto, um trabalho de conscientização das pessoas com relação à dimensão cultural, objetivando mitigar possíveis resistências com relação à adoção de MPGC. A empresa declara-se imensamente satisfeita com os benefícios decorrentes da implementação de tais práticas, e com os resultados alcançados pela companhia, tais como a obtenção de uma imagem institucional, que assumiu expressão nacional, principalmente em relação aos pares do setor, sendo atualmente respeitada nos maiores centros financeiros do país, ampliando sua visibilidade de empresa líder de mercado em dois importantes segmentos de alimentação do país: massas e biscoitos.

Apesar de inúmeros trabalhos científicos publicados no Brasil acerca de governança corporativa, identificou-se apenas o do IBGC (2006a), que trata mais diretamente das motivações, benefícios e etapas das empresas para adoção de MPGC, bem como o estudo do IFC (2006), que trata de estudos de caso de boa governança de empresas brasileiras, o que constitui limitação. Outra limitação diz respeito à própria estratégia de pesquisa utilizada, que foi o estudo de caso único, e, como tal, suas conclusões representam apenas a realidade da empresa pesquisada, razão pela qual há ressalvas quanto à possibilidade de generalização para outras organizações.

Seria interessante ampliar o escopo da pesquisa, abrangendo maior número de empresas dos diversos Níveis Diferenciados de governança corporativa da Bovespa, contemplando outros segmentos da atividade econômica, de modo a possibilitar a generalização dos resultados.

Embora não seja possível generalizar os resultados obtidos nesta pesquisa, dadas às limitações que a estratégia de estudo de caso impõe, na medida em que expõe suas motivações para adoção de boas práticas de governança, revela quais etapas do processo de implementação de tais práticas são mais importantes e apresenta os benefícios que a adoção dessas práticas proporciona, o estudo contribui para que outras empresas, inclusive cearenses, possam utilizá-lo como *benchmarking* e possam aperfeiçoá-los e adaptá-los, conforme suas pretensões.

Por outro lado, a estratégia de investigação realizada por meio de estudo de caso único realizada de uma forma mais aprofundada permitiu elencar um conjunto de motivações, etapas de implementação de MPGC, barreiras e benefícios, constituindo-se num instrumento de pesquisa pronto para aplicação numa amostra de empresas dos segmentos diferenciados da Bovespa.

REFERÊNCIAS

ALENCAR, R. C. Custo de capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. *Revista Brazilian Business Review*, v. 2, n. 1, jan./ jun. 2005.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2006.

ANDREZZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 2001.

BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Setenta, 1977.

BEDICKS, H; MÔNACO, D. Há razões conceituais e práticas para o IBGC apoiar a adoção do comitê de auditoria. *Revista Relações com Investidores*, São Paulo, n. 62, abr. 2003.

BERGAMINI JUNIOR, S. A crise de credibilidade corporativa. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 33-84, dez. 2002.

BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private propriety*. Macmilan, 1932.

BERLE, A. A; MEANS, G. C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. (Os economistas). São Paulo: Abril Cultural, 1987.

BERNHOEFT, R.; GALLO, M. *Governança na empresa familiar*. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

BLACK, B. S. The core institutions that support strong securities markets. *Business Lawyer*. Stanford Law School. *Working paper*, 2000 Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=231120>. Acesso em: 30 nov. 2007.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea. Stanford Law School. *Working Paper*, 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=311275#PaperDownload>. Acesso em: 5 dez. 2007.

BNDES. *Mercado de capitais*. 2008a. Disponível em:
<<http://www.bndes.gov.br/mercado/default.asp>>. Acesso em: 2 jun. 2008.

_____. *Novo programa de fundos de investimento terá 1,5 bilhão para apoio de empresas de diferentes portes*. 2008b. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/noticias/2008/not108_08.asp>. Acesso em: 11 jul. 2008.

_____. *Investimento de capital de risco para pequenas e médias empresas – Programa de apoio às novas sociedades anônimas*. 2008c. Disponível em:
<<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/consulta.asp>>. Acesso 15 de maio. 2008.

BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. B. Aspectos da governança corporativa no Brasil. *Revista BNDES*, v. 12, p. 111-148, 2005.

BOVESPA. *100 companhias nos níveis diferenciados de governança corporativa*. 2007a. Disponível em: <<http://bovespa.com.br/Noticias/070301NotA.asp.companhias>>. Acesso em: 14 maio 2007.

_____. *Nível 2 Bovespa Brasil*. 2007b. Disponível em:
<http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_Nivel2.pdf>. Acesso em: 28 set. 2007.

_____. *Como e por que tornar-se uma companhia aberta*. 2007c. Disponível em:
<<http://www.bovespa.com.br/pdfguiaaber.pdf>>. Acesso em: 2 maio 2007.

_____. *Segmentos de listagem*. 2007d. Disponível em:
<<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 9 out. 2007.

_____. *Governança corporativa: novo mercado*. 2007e. Disponível em:
<<http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/NovoMercado.asp>>. Acesso em: 29 out. 2007

_____. *Novo mercado: boletim informativo*. 2008a. Disponível em:
<<http://www.bovespa.com.br/pdf/BoletiInformativo116.pdf>>. Acesso em: 22 fev. 2008.

BOVESPA. *Bovespa divulga balanço de 2007*. 2008b. Disponível em:
<http://www.acionista.com.br/bovespa/040108_balanco_2007.htm>. Acesso em: 23 abr. 2008.

BOVESPA. *Dados e notas Bovespa*. 2008c. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/DadosNotas.pdf>>. Acesso em: 01 de jul. 2008.

BRIDGER, G. V. *Governança corporativa e os efeitos da adesão aos níveis diferenciados de governança sobre o valor no mercado de capitais brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Fundação Getúlio Vargas (FGV). São Paulo: FGV/EPG, 2006.

BULHÕES, O. C. G. de et al. *Evolução do capitalismo no Brasil*. Rio de Janeiro: Bloch, 1976.

BYRNES, N.; McNAMEE, M.; BRADY, D.; LAVELLE, L.; PALMERE, C. *Auditoria em crise*. 2001. Disponível em: <<http://www7.rio.rj.gov.br/cgm/comunicacao/clipping/ver/?fc=10&1415=&p=1>>. Acesso em: 8 set. 2007.

CADBURY, A. The future of governance: the rules of the game. *Journal of General Management*, v. 24, 1999.

CAETANO, J. R. A agenda do equilíbrio. *Revista Exame*, ed. 789, p. 4-67, 9 abr. 2003.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. *Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil*. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

_____.; LEAL, R. P. C. *Índice de governança corporativa, valor e desempenho da firma no Brasil*. Coleção Coppead de Administração. São Paulo: Atlas, 2007.

CARVALHO, A. G. de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

_____. *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. Trabalho preparado para Bovespa, 2003. Disponível em: <<http://www.novomercadobovespa.com.br>>. Acesso em: 1 jun. 2007.

CASAGRANDE NETO, H.; CINTRA NETO, M. F.; MAGLIANO FILHO, R. *Mercado de capitais: a saída para o crescimento*. São Paulo: Lazuli, 2002.

CICOGNA, M. P. V. *Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais*. Dissertação (Mestrado em

Administração) – Departamento de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2007.

COOMBES, P.; WONG, S. C. Chairman and CEO: one job or two? *The McKinsey Quarterly*, n. 2, p. 43-47, 2004.

COUTINHO, R. B. G.; OLIVEIRA, M. A. C.; DA MOTTA, L. F. J. Governança corporativa no Brasil: uma análise comparativa entre as rentabilidades do índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGC), do Ibovespa e do IBX. In: ASSEMBLÉIA DO CONSELHO LATINO-AMERICANO DAS ESCOLAS DE ADMINISTRAÇÃO (CLADEA), 38., 2003, Lima. *Anais ...* Lima: CLADEA, 2003. 1 CD-ROM.

CVM. *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Jun. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 28 out. 2007.

_____. História do mercado de capitais no Brasil. Portal do Investidor. Abril, 2008. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%3%AIrios/Hist%3%B3riadoMercadodeCapitaisdoBrasil/tabid/94/Default.aspx>>. Acesso em: 10 abr. 2008.

DE LUCA JUNIOR, J. C.; LOBO, A. B. M. P. *A aplicabilidade dos princípios da Sarbanes-Oxley às companhias brasileiras: da teoria à prática*. Espaço jurídico – Bovespa, 2006. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/060525NotA.asp>>. Acesso em: 30 mar. 2008.

ESCUDE, S. A. L.; TINOCO, J. E. P. O conselho fiscal como instrumento de gestão e criação de valor aos acionistas: uma ótica da governança corporativa. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 17., 2006, Belo Horizonte. *Anais...* Belo Horizonte: CBC, 2006.

FARIAS, F. Principais impactos da Sarbanes-Oxley Act. *Revista Contexto*, Porto Alegre, v. 4. n. 6. jan./mar., 2004.

FLICK, U. *Uma introdução à pesquisa qualitativa*. Porto Alegre: Boobookman, 2004.

GIL, A. C. *Pesquisa social, métodos e técnicas de pesquisa*. São Paulo: Atlas, 1999.

GODOY, A. S. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, São Paulo, v. 35. n. 2, p. 57-63, mar./abr. 1995.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*. v. 118, n. 1, p. 117-155, 2003.

GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, out./dez. 2004.

GOULART, A. M. C. *Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Atuária e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo:USP, 2003.

GRADILONE, C. A Sarbanes nas empresas do país. *Revista Exame*, n. 18, p. 100-102, set. 2005.

HASSET, J.; MAHONEY, B. Comportem-se! *Revista Relações com Investidores*, Rio de Janeiro, n. 57, nov. 2002.

IBGC. Panorama atual da governança corporativa no Brasil. IN CONGRESSO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 4., 2003, São Paulo. *Anais...* São Paulo: IBGC, 2003.

_____. *Códigos das melhores práticas de governança corporativa*. 3. versão, 2004. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 12 maio 2007.

_____. *Governança corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2006a.

_____. *Uma década de governança corporativa*. São Paulo: Saraiva, 2006b.

IFC. *Estudos de caso de boa governança corporativa – Círculo de companhias da mesa-redonda de governança corporativa da América Latina*. 2006. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/19/16/35659608.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2008.

INSTITUTO ETHOS. *Indicadores Ethos da responsabilidade social empresarial*. 2008. Disponível em: <http://www.ethos.org.br/docs/conceitos_praticas/indicadores/temas/valores1.asp>. Acesso em: 12 jun. 2008.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, July 1976.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The nature of man. *Working Paper*, 1994. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=5471>>. Acesso em: 28 ago. 2007.

KAPPLER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. World Bank Policy Research, *Working Paper n. 2.818*, April, 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303979#PaperDownload>. Acesso em: 12 jan. 2007.

KLEIN, B. Contracting cost and residual claims: the separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, v. 26, 1983.

KPMG. *Resultado da pesquisa 2004 sobre gerenciamento de riscos e governança corporativa*. 2004. Disponível em: <http://kpmg.com.br/publicacoes/advisory/ras/iarcs/IAS_site.pdf>. Acesso em: 10 set. 2007.

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

LANZANA, A. P. *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2004.

LA PORTA, R. et al. Legal determinants of external finance. National Bureau of Economics Research, January, 1997. *Working Paper n. 5879*. National Bureau of Economic Research. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5879.pdf>>. Acesso em: 16 ago. 2007.

_____. Law and finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, December, 1998.

_____. Investor protection and corporate valuation. *Discussion Paper n. 1882*. Harvard Institute for Economic Research – Harvard University – Cambridge, MA 02138, 1999. Disponível em: <<http://www.economics.harvard.edu/pub/hier/1999/HIER1882.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2007.

LEAL, A. B. *Fábrica Fortaleza 50 anos*. São Paulo, RR Donnelley América Latina, 2003.

LETHBRIDGE, E. Governança corporativa. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 209-231, dez. 1997.

LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais às informações financeiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 28., 2004, Curitiba. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. 1 CD-ROM.

LODI, J. B. *O conselho de administração nas sociedades anônimas*. São Paulo: Pioneira, 1976.

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

MARREY, F. Trampolim para iniciantes. *Revista Capital Aberto*, n. 52. nov./dez. 2007.

MARTINS, G. A. *Estudo de caso: uma estratégia de pesquisa*. São Paulo: Atlas, 2006.

MATTAR, F. N. *Pesquisa de marketing: metodologia e planejamento*. v. 1. São Paulo: Atlas, 1996.

MCKINSEY & COMPANY. *Investor opinion survey on corporate governance*, 2000. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/56/7/1922101.pdf>>. Acesso em: 26 fev. 2008.

_____. *Emerging market policymaker opinion survey: key findings*, 2002. Disponível em: <http://mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/2002_Emerging_Market_Policymaker_Opinion_Survey_Corp_Gov.pdf> Acesso em: 2 out. 2007.

MCKINSEY & KORN/FERRY INTERNATIONAL. *Panorama da governança corporativa no Brasil*. abr./set. 2001. São Paulo. Disponível em: <http://www.kornferry.com.br/site/PDF/KF_McK_governan.pdf>. Acesso em: 5 out. 2007.

MELLO JÚNIOR, L. R. *Privatização e governança no Brasil*. 2000. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/resposta.asp?setorTema=Governan%E7a+Corporativa>>. Acesso em: 5 maio, 2008.

MELLO, J. S. *O Impacto da governança corporativa no valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil: uma reaplicação*. 2007. Dissertação (Mestrado em Administração) – Centro de Pós-Graduação da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte: UFMG, 2007.

MEZER, L. P. *O impacto do nível de transparência no custo de capital próprio das empresas do Ibovespa*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2007.

MINTZBERG, H. *Criando organizações eficazes: estruturas em cinco configurações*. São Paulo: Atlas, 1995.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional da empresa. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. *Anais...* São Paulo: USP, 2006. 1 CD-ROM.

OECD. *Principles of corporate governance*. 1999. Disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/principles_en.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2008.

OECD. *Principles of corporate governance*. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: 6 abr. 2008.

OKIMURA, R. T. *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2003.

OLIVEIRA, F. A. Abertura de capital: vantagens e desvantagens. *Revista Relações com Investidores*, n. 112, p. 26-27, jun. 2007.

PEIXE, F. C. D. *Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa*. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2003.

QUENTAL, G. A. J. *A investigação dos impactos da adesão de empresas brasileiras aos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo*. Rio de Janeiro: Instituto Coppead de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2007. 68p.

RABELO, F.; SILVEIRA, J. M. da. *Estrutura de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras*. Texto para discussão. São Paulo: IE/UNICAMP, 1999. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/textos/download/texto77.pdf>>. Acesso em: 4 maio 2007.

RAMOS, S. R. Aberturas de capital no Brasil. Uma análise das ofertas públicas iniciais de ações. In: SIMPÓSIO FUCAPE DE PRODUÇÃO CIENTÍFICA, 4., 2006. *Anais Eletrônico...* Disponível em: <<http://www.fucape.br/simposio/4/>>. Acesso em: 12 dez. 2007.

REIS, J. G. A.; VALADARES, S. M. *Reformas do sistema financeiro no Brasil: implementação recente e perspectivas*. Série de estudos econômicos e sociais. 2004. Disponível em: <<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=355463>>. Acesso em: 26 out. 2007.

ROCHA, F. S. da. *Encontro de conselheiros 2006 – PREVI*. 2006. Disponível em: <http://www.previ.com.br/pls/portal/docs/page/pg_previ/noticias/noticias_diarias/encontro_consultores_2006/apresentacoes/f%20c3%81bio%20sotelino.pdf>. Acesso em: 7 abr. 2008.

ROGERS, P. *Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil*. Uberlândia. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Uberlândia – Faculdade de Gestão e Negócios (UFU/FAGEN), 2006.

_____.; RIBEIRO, K. C. de S. R.; SOUZA, A. Ferreira de. Comparações múltiplas das carteiras de bolsa no Brasil: avaliação da performance do índice de governança corporativa. *Revista de Gestão USP*, São Paulo, v. 12, n. 4, p. 55-72, out./dez. 2005.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. *American Economic Review*, v. 63, n. 2, 1973.

_____.; WESTERFIELD, R. W.; JOEDAN, B. D. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2002.

SALMASI, S. V. *Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2007.

SANTANA, M. H. O novo mercado e a governança corporativa. *Revista da CVM*, São Paulo, p. 4-8, dez. 2001.

SANTOS, D. dos; BASSI, M. As lições deixadas pelo relatório “corporate governance in Brazil – an investor perspective”. *Revista Relações com Investidores*, Rio de Janeiro, n. 77, jul. 2004.

SANTOS, G. Uma saída é a governança corporativa. *Jornal Gazeta Mercantil*, São Paulo, 19 nov. 2007. Caderno A9, p. 23.

SANTOS, L. R. *A governança empresarial e a emergência de um novo modelo de controladoria*. 2004, 232p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2004.

SEGRETI, J. B.; COSTA, C. A. Pesquisa exploratória sobre a implantação do comitê de auditoria nas empresas brasileiras conforme a Lei Sarbanes-Oxley. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 31., 2007, *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD-ROM.

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 9, jun. 1998.

SILVEIRA, A. M. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo: USP, 2002.

_____.; BARROS, L. A. B.; FAMÁ, R. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: SEMEAD, 7., 2004, São Paulo. *Anais...* São Paulo, 2004. 1 CD-ROM.

SOUSA, A. F.; FRAGA, R. M. Efeitos decorrentes da vigência da Sarbanes-Oxley Act nas empresas brasileiras. In: SEMEAD, 7., São Paulo. *Anais...* São Paulo, 2004. 1 CD-ROM.

SOUZA, T. M. G. de. *Governança corporativa e sucessão nas empresas familiares*. Especial para o site do IBGC, ago. 2006. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDp=334&IDArea=1463>>. Acesso em: 4 nov. 2007.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, out./dez. 2005.

STAUB, I. D.; MARTINS, H. C.; RODRIGUES, S. B. Governança corporativa e criação de valor para o acionista: da teoria à prática, os impactos organizacionais e financeiros. *Revista Economia e Gestão*, Belo Horizonte, v. 2, n.3, p. 35-53, jan./jun. 2002.

STEINBERG, H. *A dimensão humana da governança corporativa*. São Paulo: Gente, 2003.

THE ECONOMIST & KPMG. *Corporate governance: business under scrutiny*. London: The economist Intelligence Unit, 2003. Disponível em:

<http://www.kpmg.com.cn/en/virtual_library/Risk_advisory_services/Business_under_scrutiny.pdf>. Acesso em: 7 nov. 2007.

TEIXEIRA, N. Avanços e desafios na reforma do mercado de capitais brasileiro. In: SEMINÁRIO ANBID DE MERCADO DE CAPITAIS, 1º., 2004, São Paulo. *Anais Eletrônicos...* São Paulo: ANBID, 2004. Disponível em: <<http://iepecdg.com/DISK%201/Arquivos/Papers/ReformadoMercadodeCapitaisBrasileiro-NilsonTeixeira.pdf>>. Acesso em: 10 jan. 2008.

TRIVINÕS, A. N. *Introdução à pesquisa em ciências sociais*. São Paulo: Atlas, 1987.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian Companies. *Abante*, v. 3, n. 1, p. 29-56, out. 1999 / abr. 2000.

VENTURA, L. A. A composição dos conselhos de administração das empresas de capital aberto no Brasil. *Working Paper*, 2000.

VERGARA, S. C. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. São Paulo: Atlas, 2000.

VIEIRA, E. R.; CORREA, V. P. Mercado de capitais e governança corporativa no Brasil: reflexões sobre movimentos recentes. In: FÓRUM BANCO DO NORDESTE DE DESENVOLVIMENTO, VII., 2002, Fortaleza. *Anais...* Fortaleza: BNB, 2002.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista BNDES*, Rio de Janeiro, 2004, v. 11, n. 22, p. 103-132.

VIEIRA, M. S.; MESQUITA, J. M. C. *Os níveis de governança da Bovespa e a participação de empresas brasileiras*. 2004. Disponível em: <<http://www.faculdadebatista.com.br/main/images/stories/publicacoes/artigo%202.pdf>>. Acesso em: 20 dez. 2007.

WILLIAMSON, O. *The mechanisms of governance*. New York: Oxford University Press, 1996.

YIN, R. K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. Porto Alegre: Bookman, 2005.

APÊNDICE A – PROTOCOLO DE PESQUISA

1 VISÃO GERAL DO PROJETO DE ESTUDO DE CASO

1.1 Título

Governança Corporativa: O Processo de Implementação de Melhores Práticas de Governança Corporativa: Estudo de Caso em uma Indústria Cearense

1.2 Questão de Pesquisa

Como ocorre o processo de adequação das empresas às melhores práticas de governança corporativa?

1.3 Objetivo do Estudo

Investigar o processo de adequação às melhores práticas de governança corporativa nas empresas, identificando as motivações, etapas de sua implementação, benefícios auferidos e barreiras enfrentadas durante o processo.

1.4 Objetivos Específicos:

1. identificar as razões que levam a empresa M. Dias Branco à adoção de MPGC;
2. conhecer as principais etapas percorridas pela empresa M. Dias Branco para a implantação das atuais práticas de governança corporativa;
3. analisar as principais barreiras à adoção de MPGC pela empresa M. Dias Branco;
4. relacionar os benefícios auferidos em decorrência da adoção das MPGC pela empresa M. Dias Branco;
5. Identificar o atual nível de adequação da empresa M. Dias Branco às MPGC.

2 PROCEDIMENTOS DE CAMPO

2.1 Metodologia da pesquisa

Pesquisa bibliográfica, exploratória, e qualitativa por meio de estudo de caso único

2.2 Unidade de Análise

Empresa M. Dias Branco

2.3 Subunidades de Análises

Diretor vice-presidente de Investimentos e Controladoria; Diretores de Controladoria; Diretor de Relações com Investidores; Diretora de Desenvolvimento Organizacional.

2.4 Fontes de Evidência

Entrevista focal, questionários com escalas questões; questionário estruturado, observação simples, e documentos.

3 QUESTÕES DO ESTUDO DE CASO

Uma das estratégias utilizadas para aumentar a confiabilidade da pesquisa foi a utilização de várias fontes de evidências. Assim, nesse estudo foram utilizados quatro roteiros de entrevistas: com a alta gestão (vice-presidente de investimentos e controladoria), com dois diretores do setor de Controladoria, com o diretor do setor de RI e com a diretora de Desenvolvimento Organizacional (Apêndice E, F, G, H), além de questionário para identificar grau de importância por meio de escala Osgood et al (1957 apud MATTAR, 1996, p. 990), e

Likert (Apêndice C), bem como questionário estruturado para identificar o nível de adequação da companhia às MPGC.

As questões do estudo de caso que se encontram nesses instrumentos de pesquisa visam obter informações sobre:

- Motivações da companhia para adoção de melhores práticas de governança corporativa;
- Principais etapas percorridas pela empresa para a implementação dessas práticas;
- Barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa;
- Benefícios percebidos com a adoção de melhores práticas de governança corporativa
- Nível de adequação da companhia às MPGC.

4 GUIA PARA O RELATÓRIO DO ESTUDO DE CASO

Para fazer um relatório de estudo de caso deve ser seguida a estrutura analítica linear recomendada para trabalhos acadêmicos. Nesta pesquisa ele contém a seguinte estrutura:

- Introdução. Apresentação do contexto da pesquisa, as questões de estudo, os objetivos, a motivação, a relevância e a metodologia da pesquisa;
- Referencial teórico. Formado por três seções. A primeira seção apresenta o tema *governança corporativa*, ressalta a sua importância, principais conceitos e marcos teóricos, mostrando um breve histórico sobre a evolução do tema no país, o desenvolvimento do mercado de capitais, as principais leis e os órgãos reguladores; a segunda seção disserta sobre as principais práticas brasileiras de governança corporativa sugeridas pelo IBGC, pela CVM e pela Bovespa; e a terceira seção aborda estudos acerca da experiência de empresas brasileiras que implementaram boas práticas de governança corporativa, bem como estudos que mostram as motivações que levam à adoção dessas práticas, as barreiras para adoção de tais práticas, os benefícios decorrentes da adoção dessas práticas e o nível de governança corporativa;
- Metodologia. Caracteriza a pesquisa e apresenta os procedimentos metodológicos adotados no estudo;
- Resultados da pesquisa. Faz uma análise dos resultados encontrados e apresenta os comentários relacionado-os com a literatura sugerida;
- Conclusão. Apresenta a conclusão do estudo;
- Referências. Contém o material bibliográfico citado na pesquisa;
- Apêndices. Contém o material produzido pelo pesquisador que serviu de apoio para a coleta de dados. Nesta pesquisa foram produzidos os seguintes Apêndices: (A; B; C; D; E; F; G; H e I)
- Anexos. Material obtido de outro estudo que serve de apoio para a pesquisa. No caso desta pesquisa foi utilizado o questionário do IBGC (2006a) que teve o objetivo de responder ao objetivo 5. (ANEXO A)

APÊNDICE B – PROTOCOLO DE ANÁLISE DE DADOS

Categoria	Componentes	Fontes de Evidências	Autores
Motivações para adoção de melhores práticas de governança corporativa	Perpetuar a empresa	Apêndice E (Q. 3.1) Apêndice F, G, H (Q.4.1; 4.4)	IBGC (2006a); Souza (2006); Santos (2007);
	Profissionalizar a empresa	Apêndice E (Q.3.1); Apêndice F, G, H (Q. 7.3)	Caetano (2003); IBGC (2006a); Andrade e Rossetti (2006); Santos (2007);
	Melhorar a imagem institucional	Apêndice E (Q. 3.1) Apêndice F. G. H (Q.4.1)	IBGC (2003); Nardi e Nakao (2006); IBGC (2006a); Bovespa (2007c)
	Garantir maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais	Apêndice F, G, H (Q. 3.3)	Steinberg (2003); IBGC (2006a); IFC (2006); Andrade e Rossetti (2006)
	Melhorar o processo sucessório	Apêndice F, G, H (Q. 4.4) Apêndice E (Q. 3.3)	Bernhoeft e Gallo (2003); IBGC (2006a); Souza (2006); Santos (2007)
	Viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais	Apêndice E (Q. 3.2)	IBGC (2006a); IFC (2006)
	Possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores	Apêndices: F, G, H (4.4)	Carvalho (2002); IBGC (2006a); Bovespa (2007c)
	Valorizar as ações da empresa	Apêndice E (Q.3.4) Apêndices: F, G, H (4.1)	La Porta (1998); Black (2000); Carvalho (2003); Klapper e Love (2004) Srouf (2005); Bridger (2006); Andrade e Rossetti (2006)
	Aumentar a liquidez das ações da empresa	Apêndices: F, G, H (Q. 4.3)	Carvalho (2003); Vieira e Mendes (2004); Rogers (2006); Quental (2007)
	Reduzir o custo de capital	Apêndice E (Q.3.5) Apêndice F, G, H (4.2)	Black (2000); Carvalho (2003); Vieira e Mendes (2004); Mezer (2007); Bovespa (2007b)
	Agregar valor para os acionistas	Apêndice E (Q. 3.1; 3.4) Apêndice F, G, H (4.1)	Santana (2001); Andrade e Rossetti (2006); IBGC (2006a)
	Viabilizar a abertura de capital	Apêndice F, G, H (Q. 4.5)	Casagrande Neto (2000); Ramos (2006); IBGC (2006a); Oliveira (2007)

Categoria	Componentes	Fontes de Evidências	Autores
Etapas do processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa	Criação de comitês do conselho de administração	Apêndice E (Q. 4.2) Apêndice F, G, H (Q.5.1; 5.2)	Bedicks e Mônaco (2003); IBGC (2006a); IFC (2006)
	Abertura de capital na Bovespa com adesão aos níveis diferenciados de governança	Apêndice F, G, H (Q. 4.5; 5.1)	Casagrande Neto (2000); Ramos (2006); Oliveira (2007)
	Criação da área relação com investidores (RI) e de uma seção para os investidores no <i>website</i> da empresa	Apêndice G (Q. 3.1) Apêndice F, G, H (Q.5.1)	IBGC (2006a); IFC (2006); Oliveira (2007); Marrey (2007)
	Reestruturação societária	Apêndice F, G, H (Q.5.1)	IBGC (2006a); IFC (2006)
	Introdução do código de conduta	Apêndice F, G, H (Q.5.1)	IBGC (2006a); IFC (2006)
	Contratação de auditoria independente	Apêndice F, G, H (Q.5.1)	Santos e Bassi (2004); IBGC (2006a); IFC (2006)
	Definição de um novo modelo de governança	Apêndice F, G, H (Q.5.1)	Mckinsey & Korn/Ferry International (2001); IBGC (2006a); IFC (2006)
	Elaboração de balanços IFRS ou US GAAP.	Apêndice F, G, H (Q.5.1)	IBGC (2006a); IFC (2006)
	Elaboração de sistema de remuneração dos executivos com base em métricas do valor econômico?	Apêndice E (Q. 4.3)	IBGC (2006a); IFC (2006)
	Instalação do conselho fiscal	Apêndice F, G, H (Q. 5.2)	IBGC (2006a); IFC (2006); Escuder e Tinoco (2006); Segreti (2007).

Categoria	Componentes	Fontes de Evidências	Autores
Barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa	Emissão apenas de ações ordinárias	Apêndice F, G, H (Q. 6.3)	Peixe (2003); Bovespa (2007e)
	<i>Tag along</i>	Apêndice E (Q. 5.5)	Peixe (2003); Carvalho (2002); Bovespa (2007e)
	Manutenção de parcela mínima de ações em circulação, representando 25% do capital (<i>free float</i>)	Apêndice E (Q. 5.5)	Peixe (2003); Bovespa (2007e)
	Conselho de Administração – no mínimo um quinto dos membros deverão ser conselheiros independentes	Apêndice E (Q. 5.4)	Bovespa (2007e)
	Conselho de Administração com no mínimo cinco membros	Apêndice E (Q. 5.4)	Bovespa (2007e)
	Elevação dos custos	Apêndice E (Q. 6.2)	Carvalho (2002); Oliveira (2007)
	Necessidade de sigilo nas decisões estratégicas	Apêndice E (Q. 5.3) Apêndice F, G, H (Q. 6.4)	Steinberg (2003); Gorga (2004); Carvalho (2002)
	Resistência cultural a medidas que visam à maior transparência	Apêndice E (Q. 5.2) Apêndice F, G, H (Q. 6.4) Apêndice H (Q. 3.2)	Carvalho (2002); Steinberg (2003); Gorga (2004); The Economist (2004); KPMG (2004); Borges e Serrão (2005)
	Apego à propriedade a ao controle, para manutenção de poder e <i>status</i>	Apêndice F, G, H (Q. 6.2)	Steinberg (2003); Gorga (2004); Vieira e Mesquita (2004)

Categoria	Componentes	Fontes de Evidências	Autores
Benefícios decorrentes da adoção de melhores práticas de governança corporativa	Maior profissionalização da gestão da empresa	Apêndices F, G, H (Q. 7.1; 7.2; 7.3)	IBGC (2006a); Santos (2007);
	Separação mais clara entre os papéis de representantes da propriedade (conselheiros) e da gestão (diretor-presidente)	Apêndice E (Q. 6.1)	Lodi (1976); Ventura (2000); Silveira (2002); Coombes e Wong (2004); IBGC (2006a); IFC (2006);
	Mudança cultural na mente das pessoas	Apêndices: F, G, H (Q. 7.1)	IBGC (2006a); Andrade e Rossetti (2006)
	Melhores critérios para avaliação de desempenho e sistema de remuneração dos executivos	Apêndices: F, G, H (Q. 7.4)	IBGC (2006a); IFC (2006)
	Maior acesso ao capital	Apêndices: F, G, H (Q.4.2)	CVM (2002); Goulart (2003); Bovespa (2007b); IBGC (2006a); Oliveira (2007)
	Melhor imagem	Apêndices: F, G, H (Q. 7.2; 7.5)	IBGC (2003); Santana (2001); Nardi e Nakao (2006); IBGC (2006a); IFC (2006); Bovespa (2007c);
	Utilização do mercado como parceiro para monitorar negócios	Apêndice F, G, H (Q. 7.1)	IBGC (2006a)
	Maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores	Apêndices: F, G, H (Q.4.4)	IBGC (2006a)
	Maior visibilidade diferenciada, especialmente em relação aos pares do setor	Apêndices: F, G, H (Q. 7.2; 7.5)	IBGC (2006a)

APÊNCIDE C - QUESTIONÁRIO

1. IDENTIFICAÇÃO DOS FATORES MOTIVACIONAIS PARA A ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.

Para efeito desta pesquisa consideram-se boas práticas de governança corporativa aquelas descritas no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC

Por favor, assinale um único número de **um** a **cinco** de acordo com o grau de importância que você considera para cada item.

ATENÇÃO
GRAU DE IMPORTÂNCIA
SEM IMPORTÂNCIA ◀ 1 2 3 4 5 ▶ EXTREMA IMPORTÂNCIA
<p>Quanto mais próximo do número 1 você se posicionar, menor o grau de importância do item Quanto mais próximo do número 5 você se posicionar, maior o grau de importância do item</p>

MOTIVAÇÕES	GRAU DE IMPORTÂNCIA
1. Perpetuar a empresa	1 2 3 4 5
2. Profissionalizar a empresa	1 2 3 4 5
3. Alcançar um ambiente meritocrático, a fim de aumentar a retenção de talentos	1 2 3 4 5
4. Melhorar a Imagem Institucional	1 2 3 4 5
5. Melhorar o relacionamento entre os acionistas componentes do bloco de controle	1 2 3 4 5
6. Maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais	1 2 3 4 5
7. Melhorar o processo sucessório	1 2 3 4 5
8. Aumentar a captação de recursos junto de credores e acionistas	1 2 3 4 5
9. Maior internacionalização das operações da empresa	1 2 3 4 5
10. Viabilizar a entrada de sócios estratégicos investidores institucionais	1 2 3 4 5
11. Recuperar a confiança dos investidores	1 2 3 4 5
12. Permitir uma melhor percepção dos papéis corporativos pelos investidores	1 2 3 4 5
13. Possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores	1 2 3 4 5
14. Melhorar o processo de precificação das ações da empresa	1 2 3 4 5
15. Promover um maior alinhamento entre proprietários, Conselhos de Administração e Diretoria Executiva	1 2 3 4 5
16. Reduzir conflitos de interesse	1 2 3 4 5
17. Valorizar as ações da empresa	1 2 3 4 5
18. Aumentar a liquidez das ações da empresa	1 2 3 4 5
19. Reduzir o custo de capital	1 2 3 4 5
20. Agregar valor para os acionistas	1 2 3 4 5
21. Reduzir a volatilidade das ações da empresa	1 2 3 4 5
22. Facilitar o acesso ao crédito	1 2 3 4 5
23. Melhorar o processo decisório	1 2 3 4 5
24. Melhorar o trabalho de alta gestão na tarefa de estruturar melhor e de melhorar o desempenho operacional	1 2 3 4 5
25. Viabilizar a abertura de capital	1 2 3 4 5

2. IDENTIFICAÇÃO DAS PRINCIPAIS ETAPAS PARA A ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Por favor, para cada afirmativa, assinale um **X** no número correspondente à sua opção de resposta na escala de 1 a 4 , ou NA (não se aplica), conforme a escala de valores abaixo:

4- Concordo totalmente; 3 – Concordo; 2 – Discordo; 1 – Discordo totalmente e NA – não se aplica

PRINCIPAIS ETAPAS DE IMPLEMENTAÇÃO					
AFIRMATIVAS	1	2	3	4	NA
1. Mudança no tamanho e na composição do conselho de administração					
2. Criação de comitês do conselho de administração					
3. Entrada de sócios estratégicos e/ou investidores institucionais como acionistas					
4. Abertura de capital na Bovespa com adesão aos níveis diferenciados de governança					
5. Adesão aos programas de ADRs					
6. Criação da área relação com investidores (RI) e de uma seção para os investidores no <i>website</i> da empresa					
7. Identificação de um diretor-presidente não pertencente à família controladora para dirigir a companhia					
8. Concessão de <i>tag along</i> para ações preferenciais					
9. Reestruturação societária					
10. Introdução do código de conduta					
11. Contratação de auditoria independente					
12. Elaboração de acordo de acionistas (organização e definição de regras para acionistas do bloco de controle)					
13. Definição de um novo modelo de governança					
14. Definição de política de dividendos clara e regular					
15. Definição de regras para separação entre propriedade (famílias controladoras) e gestão (empresas)					
16. Elaboração de sistema de remuneração variável dos executivos com base em métricas do valor econômico					
17. Elaboração de balanços em IFRS ou US GAAP					
18. Instalação do conselho fiscal					
19. Realização de assembléias anuais com presença significativa de minoritários					
20. Realização de oferta pública secundária de ações em posse de grandes investidores, visando a liquidez das ações na bolsa					

3. IDENTIFICAÇÃO DAS PRINCIPAIS BARREIRAS PARA A ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Por favor, assinale um único número de **um** a **cinco** de acordo com o grau de importância que você considera para cada item.

ATENÇÃO
GRAU DE IMPORTÂNCIA
SEM IMPORTÂNCIA ◀ 1 2 3 4 5 ▶ EXTREMA IMPORTÂNCIA
Quanto mais próximo do número 1 você se posicionar, menor o grau de importância do item Quanto mais próximo do número 5 você se posicionar, maior o grau de importância do item

BARREIRAS	GRAU DE IMPORTÂNCIA
1. Emissão apenas de ações ordinárias	1 2 3 4 5
2. Direito de voto às ações preferenciais em matéria de alta relevância	1 2 3 4 5
3. Adesão a câmara de arbitragem para solução de conflitos societários	1 2 3 4 5
4. <i>Tag along</i>	1 2 3 4 5
5. Manutenção em circulação de parcela mínima de ações representando 25% do capital. (<i>Free float</i>)	1 2 3 4 5
6. Restrições à negociação de ações por parte de administradores e controladores - observância das regras de <i>lock up period</i>	1 2 3 4 5
7. Conselho de Administração - no mínimo 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes	1 2 3 4 5
8. Conselho de Administração com no mínimo 5 membros	1 2 3 4 5
9. Elevação dos Custos	1 2 3 4 5
10. Necessidade de sigilos nas decisões estratégicas	1 2 3 4 5
11. Utilização de normas contábeis internacionais IFRS ou US GAAP	1 2 3 4 5
12. Resistência cultural a medidas que visam maior transparência	1 2 3 4 5
13. Apego à propriedade e ao controle para manutenção do poder e <i>status</i>	1 2 3 4 5

4. IDENTIFICAÇÃO DOS PRINCIPAIS BENEFÍCIOS PARA A ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Por favor, assinale um único número de **um** a **cinco** de acordo com o grau de importância que você considera para cada item.

ATENÇÃO	
GRAU DE IMPORTÂNCIA	
SEM IMPORTÂNCIA ◀ 1 2 3 4 5 ▶ EXTREMA IMPORTÂNCIA	
Quanto mais próximo do número 1 você se posicionar, menor o grau de importância do item Quanto mais próximo do número 5 você se posicionar, maior o grau de importância do item	

BENEFÍCIOS	GRAU DE IMPORTÂNCIA
1. Maior valorização das companhias por investidores dispostos a pagar “ágios de governança”	1 2 3 4 5
2. Requisito para acesso a mercados financeiros internacionais	1 2 3 4 5
3. Requisito para alianças estratégicas, em especial as que envolvem agentes internacionais	1 2 3 4 5
4. Promoção de maior alinhamento entre proprietários, Conselhos de Administração e Diretoria Executiva	1 2 3 4 5
5. Redução de conflitos de interesse	1 2 3 4 5
6. Harmonização de interesses dos proprietários com os de outras partes interessadas	1 2 3 4 5
7. Maior segurança quanto aos direitos dos proprietários	1 2 3 4 5
8. Maior profissionalização da gestão da empresa	1 2 3 4 5
9. Maior formalização dos processos de trabalho	1 2 3 4 5
10. Aprimoramento do processo decisório da alta gestão	1 2 3 4 5
11. Separação mais clara de papéis entre representantes da propriedade (conselheiros) e da gestão (diretor presidente)	1 2 3 4 5
12. Melhor gestão dos riscos de investimentos e aprimoramento dos controles internos	1 2 3 4 5
13. Mudança cultural na mente das pessoas	1 2 3 4 5
14. Ingresso de conselheiros independentes e participação ativa dos mesmos em comitês, enriquecendo as discussões do Conselho de Administração	1 2 3 4 5
15. Amadurecimento da gestão, com o entendimento do funcionamento do Conselho de Administração e Fiscal	1 2 3 4 5
16. Melhores critérios para avaliação de desempenho e sistema de remuneração dos executivos	1 2 3 4 5
17. Desenvolvimento de melhores práticas de contabilidade e instrumentos gerenciais	1 2 3 4 5
18. Maior acesso ao capital	1 2 3 4 5
19. Aumento da capacidade de crédito e diminuição do custo de captação de recursos	1 2 3 4 5
20. Maior liquidez e volume de negócios das ações	1 2 3 4 5
21. Melhor imagem	1 2 3 4 5
22. Utilização do mercado como parceiro para monitorar negócios	1 2 3 4 5
23. Maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores	1 2 3 4 5
24. Maior visibilidade diferenciada, especialmente em relação aos pares do setor	1 2 3 4 5
25. Maior precisão no aprelçamento das ações	1 2 3 4 5

5. CONSIDERAÇÕES DO ENTREVISTADO

Você teria mais alguma observação ou comentário sobre os assuntos abordados nessa entrevista que não tenha sido tratado?

APÊNDICE D – ROTEIRO DE ENTREVISTA – ESPECIALISTAS

O objetivo deste questionário é identificar os fatores que levam as empresas a adotarem melhores práticas de governança corporativa, e identificar as principais barreiras quando da implantação de tais práticas.

1. DADOS DO ENTREVISTADO

1.1. Nome: _____

1.2. Empresa que trabalha: _____

1.3. Função que ocupa: _____

1.4. Experiência no mercado de capitais: _____

2. Em sua opinião, quais são os fatores que motivam as empresas adotarem melhores práticas e governança corporativa? Liste os principais fatores no quadro abaixo:

1.	16
2	17
3	18
4	19
5	20
6	21
7	22
8	23
9	24
10	25
11	26
12	27
13	28
14	29
15	30

3. Em sua opinião, quais são as principais barreiras que impedem as empresa adotarem essas práticas? Liste as principais.

1.
2
3
4
5
12
13
14
15

4. IDENTIFICAÇÃO DOS FATORES MOTIVACIONAIS E DAS PRINCIPAIS BARREIRAS PARA A ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, SEGUNDO A PERCEPÇÃO DE ESPECIALISTAS DA ÁREA DE MERCADO DE CAPITAIS.

Para efeito desta pesquisa consideram-se boas práticas de governança corporativa aquelas descritas no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC

Por favor, assinale um único número de **um a cinco** de acordo com o grau de importância que você considera para cada item.

ATENÇÃO
GRAU DE IMPORTÂNCIA
SEM IMPORTÂNCIA ◀ 1 2 3 4 5 ▶ EXTREMA IMPORTÂNCIA
Quanto mais próximo do número 1 você se posicionar, menor o grau de importância do item Quanto mais próximo do número 5 você se posicionar, maior o grau de importância do item

MOTIVAÇÕES	GRAU DE IMPORTÂNCIA
1. Perpetuar a empresa	1 2 3 4 5
2. Profissionalizar a empresa	1 2 3 4 5
3. Alcançar um ambiente meritocrático, a fim de aumentar a retenção de talentos	1 2 3 4 5
4. Melhorar a Imagem Institucional	1 2 3 4 5
5. Melhorar o relacionamento entre os acionistas componentes do bloco de controle	1 2 3 4 5
6. Maior transparência e relacionamento com o mercado de capitais	1 2 3 4 5
7. Melhorar o processo sucessório	1 2 3 4 5
8. Aumentar a captação de recursos junto de credores e acionistas	1 2 3 4 5
9. Maior internacionalização das operações da empresa	1 2 3 4 5
10. Viabilizar a entrada de sócios estratégicos investidores institucionais	1 2 3 4 5
11. Recuperar a confiança dos investidores	1 2 3 4 5
12. Permitir uma melhor percepção dos papéis corporativos pelos investidores	1 2 3 4 5
13. Possibilitar uma maior diversificação patrimonial dos acionistas controladores	1 2 3 4 5
14. Melhorar o processo de precificação das ações da empresa	1 2 3 4 5
15. Promover um maior alinhamento entre proprietários, Conselhos de Administração e Diretoria Executiva	1 2 3 4 5
16. Reduzir conflitos de interesse	1 2 3 4 5
17. Valorizar as ações da empresa	1 2 3 4 5
18. Aumentar a liquidez das ações da empresa	1 2 3 4 5
19. Reduzir o custo de capital	1 2 3 4 5
20. Agregar valor para os acionistas	1 2 3 4 5
21. Reduzir a volatilidade das ações da empresa	1 2 3 4 5
22. Facilitar o acesso ao crédito	1 2 3 4 5
23. Melhorar o processo decisório	1 2 3 4 5
24. Melhorar o trabalho da alta gestão na tarefa de estruturar melhor e de melhorar o desempenho operacional	1 2 3 4 5
25. Viabilizar a abertura de capital	1 2 3 4 5

5. IDENTIFICAÇÃO DOS PRINCIPAIS BARREIRAS PARA A ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

ATENÇÃO
GRAU DE IMPORTÂNCIA
SEM IMPORTÂNCIA ◀ 1 2 3 4 5 ▶ EXTREMA IMPORTÂNCIA
Quanto mais próximo do número 1 você se posicionar, menor o grau de importância do item Quanto mais próximo do número 5 você se posicionar, maior o grau de importância do item

BARREIRAS	GRAU DE IMPORTÂNCIA
1. Emissão apenas de ações ordinárias	1 2 3 4 5
2. Direito de voto às ações preferenciais em matéria de alta relevância	1 2 3 4 5
3. Adesão a câmara de arbitragem para solução de conflitos societários	1 2 3 4 5
4. <i>Tag along</i>	1 2 3 4 5
5. Manutenção em circulação de parcela mínima de ações representando 25% do capital. (<i>Free float</i>)	1 2 3 4 5
6. Restrições à negociação de ações por parte de administradores e controladores - observância das regras de <i>lock up period</i>	1 2 3 4 5
7. Conselho de Administração - no mínimo 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes	1 2 3 4 5
8. Conselho de Administração com no mínimo 5 membros	1 2 3 4 5
9. Elevação dos Custos	1 2 3 4 5
10. Necessidade de sigilos nas decisões estratégicas	1 2 3 4 5
11. Utilização de normas contábeis internacionais IFRS ou US GAAP	1 2 3 4 5
12. Resistência cultural a medidas que visam maior transparência	1 2 3 4 5
13. Apego à propriedade e ao controle para manutenção do poder e <i>status</i>	1 2 3 4 5

6. Cite alguns fatores não relacionados:

Motivações:

Barreiras:

APÊNCIDE E - ROTEIRO DE ENTREVISTA – CEO

O objetivo desta entrevista é obter informações sobre as principais motivações que levaram esta empresa a aderir às melhores práticas de governança corporativa, identificar os benefícios colhidos, identificar as principais fases desse processo, bem como identificar as principais barreiras para a implementação de tais práticas.

1. DADOS DA ORGANIZAÇÃO:

- 1.1. Nome (razão social e fantasia): _____
 1.2. Segmento de mercado: () Indústria () Comércio () Serviço () Outro _____
 1.3. Setor: () Público () Privado
 1.4. Número de empregados _____
 1.5. Autoriza a utilização do nome da empresa no estudo? () Sim () Não

2. DADOS DO ENTREVISTADO

- 2.1. Nome: _____
 2.2. Cargo: _____
 2.3. Formação acadêmica: _____
 2.4. Tempo na empresa: _____
 2.5. Tempo no cargo: _____

3. MOTIVAÇÕES À ADESÃO AS MELHORES PRÁTICAS DE G. CORPORATIVA

- 3.1 Na sua percepção o que motivou a M. Dias Branco a adoção de melhoras práticas de governança corporativa?
 3.2 A entrada de sócios estratégicos ou investidores institucionais é um dos objetivos das empresas que lançam suas ações no mercado. Qual é a posição da empresa em relação a esse fato?
 3.3 Como o acionista controlador aborda a questão sucessória da empresa?
 3.4 Criação de valor para a companhia e para o acionista é dos objetivos da Governança corporativa. Como a companhia lida com essa realidade?
 3.5 Muitas empresas vão ao mercado de capitais em busca de capital com menores custos. Qual é a relação dessa realidade com essa empresa?

4. PROCESSO DE IMPLEMENTAÇÃO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

- 4.1 Quais foram as principais etapas vivenciadas pela empresa durante o processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa?
 4.2 Como ocorreu a implantação dos comitês do Conselho de administração?
 4.3 A remuneração de executivos é um mecanismo de governança que procura alinhar os interesses de gerentes e proprietários. Qual a política da empresa sobre esse assunto?

5. BARREIRAS QUE SE INTERPÕEM À ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

5.1 Que tipo de barreira a empresa enfrentou durante o período de implementação das melhores práticas de governança corporativa?

5.2 Mudança organizacional provoca reação. Quais as principais reações em relação a adoção de melhores práticas de governança?

5.3 Como a empresa vê as regras do NM da Bovespa para adesão aos NDGC, particularmente as relacionadas a divulgação de estratégias e fatores de risco implícitos no negócio?

5.4 Qual a posição da companhia em relação as regras da Bovespa em relação a composição do conselho de administração?

5.5 Qual a posição da companhia em relação as regras da Bovespa em relação a *tag along* e *free float* de 25%

6. BENEFÍCIOS AUFERIDOS PELA EMPRESA COM A ADESÃO ÀS MELHORES PRÁTICAS

6.1 Uma das principais recomendações teóricas para a boa prática de governança é que os cargos de presidente do conselho e executivo principal sejam ocupados por pessoas distintas. Qual é a sua leitura sobre a reação do mercado, sobre a atual posição da M. Dias Branco em relação a esse assunto?

6.2 É verdadeiro dizer que a adoção de melhores práticas de governança corporativa gera benefícios superiores aos custos incorridos?

APÊNCIDE F - ROTEIRO DE ENTREVISTA GESTOR CONTROLADORIA

O objetivo desta entrevista é obter informações sobre as principais motivações que levaram esta empresa a aderir às melhores práticas de governança corporativa, identificar os benefícios colhidos, identificar as principais fases desse processo, bem como identificar as principais barreiras para a implementação de tais práticas.

1. DADOS DA ORGANIZAÇÃO:

1.1. Nome (razão social e fantasia): _____

1.2. Segmento de mercado: () Indústria () Comércio () Serviço () Outro _____

1.3. Setor: () Público () Privado

1.4. Número de empregados _____

1.5. Autoriza a utilização do nome da empresa no estudo? () Sim () Não

2. DADOS DO ENTREVISTADO

2.1. Nome: _____

2.2. Cargo: _____

2.3. Formação acadêmica: _____

2.4. Tempo na empresa: _____

2.5. Tempo no cargo: _____

3. SOBRE A CONTROLADORIA

3.1 Qual a principal diferença entre o papel da controladoria tradicional e da controladoria que adota os princípios da boa governança?

3.2 Quais as principais mudanças no setor de controladoria após a entrada da empresa no Novo Mercado? Especificamente, em qual área a mudança foi mais significativa?

3.3 Exercer transparência é dos pilares de sustentação da boa governança. Quais são as principais políticas de divulgação da companhia?

4. MOTIVAÇÕES À ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE G. CORPORATIVA

4.1 Na sua percepção o que motivou a M. Dias Branco a adoção de melhores práticas de governança corporativa?

4.2 Muitas empresas vão ao mercado de capitais em busca de capital com menores custos. Qual é a relação dessa realidade com essa empresa? A empresa se beneficiou disso?

4.3 Alcançar maior liquidez constitui uma das principais razões das empresas que buscam adoção de melhores práticas de governança corporativa. Na caso da M. Dias Branco com se dá essa relação?

4.4 Diversificação patrimonial do acionista controlador, perpetuação da empresa e questão sucessória: coloque essas três motivações por ordem de importância. Explique.

4.5 A adoção de melhores práticas de governança motivou o ingresso no mercado de capitais, ou ocorreu o inverso?

5. PROCESSO DE IMPLEMENTAÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

5.1 Quais as principais etapas percorridas durante o processo de implementação de melhores práticas de governança até a data da entrada no Novo Mercado?

5.2 Comitês de auditoria e Conselho Fiscal são fundamentais para uma maior transparência da companhia. Quais comitês estão em funcionamento e qual a situação atual do conselho Fiscal?

6. BARREIRAS QUE SE INTERPÕEM À ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

6.1 Que tipo de barreira a empresa enfrentou durante o período de implementação das melhores práticas de governança corporativa?

6.2 Mudança organizacional provoca reação. Quais as principais reações em relação a adoção de melhores práticas de governança?

6.3 Qual foi a reação do acionista controlador à decisão de abrir o capital com emissão de ações ordinárias?

6.4 Como a empresa vê as regras do NM da Bovespa para adesão aos NDGC, particularmente as relacionadas a divulgação de estratégias e fatores de risco implícitos no negócio?

7. BENEFÍCIOS AUFERIDOS PELA EMPRESA COM ADOÇÃO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

7.1 Quais os principais benefícios internos auferidos pela empresa em decorrência da adoção das melhores práticas de governança?

7.2 O que a empresa pôde perceber entre as expectativas anteriores à implementação da governança (resultados esperados) e os resultados reais alcançados?

7.3 A profissionalização foi consequência da adoção de melhores práticas, ou essa prática já era adotada na companhia?

7.4 A remuneração de executivos é um mecanismo de governança que procura alinhar os interesses de gerentes e proprietários. Qual a política da empresa sobre esse assunto?

7.5 Quais os benefícios na imagem da companhia com a adoção de melhores práticas de governança corporativa?

APÊNCIDE G - ROTEIRO DE ENTREVISTA GESTOR – RELAÇÕES COM INVESTIDORES

O objetivo desta entrevista é obter informações sobre as principais motivações que levaram esta empresa a aderir às melhores práticas de governança corporativa, identificar os benefícios colhidos, identificar as principais fases desse processo, bem como identificar as principais barreiras para a implementação de tais práticas.

1. DADOS DA ORGANIZAÇÃO:

1.1. Nome (razão social e fantasia): _____

1.2. Segmento de mercado: () Indústria () Comércio () Serviço () Outro _____

1.3. Setor: () Público () Privado

1.4. Número de empregados _____

1.4. Autoriza a utilização do nome da empresa no estudo? () Sim () Não

2. DADOS DO ENTREVISTADO

2.1. Nome: _____

2.2. Cargo: _____

2.3. Formação acadêmica: _____

2.4. Tempo na empresa: _____

2.5. Tempo no cargo: _____

3. SOBRE A ÁREA DE RELAÇÕES COM OS INVESTIDORES – RI

3.1 Dentre as etapas de implementação de boas práticas de governança corporativa, qual foi a prioridade da criação do setor de RI em relação às outras etapas desse processo?

3.2 Qual o papel do profissional de RI com o mercado na tarefa da comunicação corporativa?

3.3 Exercer transparência é dos pilares de sustentação da boa governança. Quais são as principais políticas de divulgação da companhia?

4. MOTIVAÇÕES À ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE G. CORPORATIVA

4.1 Na sua percepção o que motivou a M. Dias Branco a adoção de melhores práticas de governança corporativa?

4.2 Muitas empresas vão ao mercado de capitais em busca de capital com menores custos. Qual é a relação dessa realidade com essa empresa?

4.3 Alcançar maior liquidez constitui uma das principais razões das empresas que buscam adoção de melhores práticas de governança corporativa. No caso da M. Dias Branco com se dá essa relação?

4.4 Diversificação patrimonial do acionista controlador, perpetuação da empresa e questão sucessória: coloque essas três motivações por ordem de importância. Explique.

4.5 A adoção de melhores práticas de governança motivou o ingresso no mercado de capitais, ou ocorreu o inverso?

5. PROCESSO DE IMPLEMENTAÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

5.1 Quais as principais etapas percorridas durante o processo de implementação de melhores práticas de governança até a data da entrada no Novo Mercado?

5.2 Comitês de auditoria e Conselho Fiscal são fundamentais para uma maior transparência da companhia. Quais comitês estão em funcionamento e qual a situação atual do conselho Fiscal?

6. BARREIRAS QUE SE INTERPÕEM À ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

6.1 Que tipo de barreira a empresa enfrentou durante o período de implementação das melhores práticas de governança corporativa?

6.2 Mudança organizacional provoca reação. Quais as principais reações em relação a adoção de melhores práticas de governança?

6.3 Qual foi a reação do acionista controlador à decisão de abrir o capital com emissão de ações ordinárias?

6.4 Como a empresa vê as regras do NM da Bovespa para adesão aos NDGC, particularmente as relacionadas a divulgação de estratégias e fatores de risco implícitos no negócio?

7. BENEFÍCIOS AUFERIDOS PELA EMPRESA COM ADOÇÃO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

7.1 Quais os principais benefícios internos auferidos pela empresa em decorrência da adoção das melhores práticas de governança?

7.2 O que a empresa pôde perceber entre as expectativas anteriores à implementação da governança (resultados esperados) e os resultados reais alcançados?

7.3 A profissionalização foi consequência da adoção de melhores práticas, ou essa prática já era adotada na companhia?

7.4 A remuneração de executivos é um mecanismo de governança que procura alinhar os interesses de gerentes e proprietários. Qual a política da empresa sobre esse assunto?

7.5 Quais os benefícios na imagem da companhia com a adoção de melhores práticas de governança corporativa?

APÊNCIDE H - ROTEIRO DE ENTREVISTA GESTOR – DESENVOLVIMENTO ORGANIZACIONAL

O objetivo desta entrevista é obter informações sobre as principais motivações que levaram esta empresa a aderir às melhores práticas de governança corporativa, identificar os benefícios colhidos, identificar as principais fases desse processo, bem como identificar as principais barreiras para a implementação de tais práticas.

1. DADOS DA ORGANIZAÇÃO:

- 1.1. Nome (razão social e fantasia): _____
 1.2. Segmento de mercado: () Indústria () Comércio () Serviço () Outro _____
 1.3. Setor: () Público () Privado
 1.4. Número de empregados _____
 1.5. Autoriza a utilização do nome da empresa no estudo? () Sim () Não

2. DADOS DO ENTREVISTADO

- 2.1. Nome: _____
 2.2. Cargo: _____
 2.3. Formação acadêmica: _____
 2.4. Tempo na empresa: _____
 2.5. Tempo no cargo: _____

3. SOBRE A ÁREA DE DESENVOLVIMENTO ORGANIZACIONAL

3.1 Qual a missão da área de desenvolvimento organizacional e como atua para consolidar o processo de adoção de boas práticas de governança?

3.2 Desenvolvimento organizacional pressupõe mudanças. Houve alguma resistência à atuação desse setor no processo de implementação de boas práticas de governança?

3.3 Exercer transparência é dos pilares de sustentação da boa governança. Quais são as principais políticas de divulgação da companhia?

4. MOTIVAÇÕES À ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE G. CORPORATIVA

4.1 Na sua percepção o que motivou a M. Dias Branco a adoção de melhores práticas de governança corporativa?

4.2 Muitas empresas vão ao mercado de capitais em busca de capital com menores custos. Qual é a relação dessa realidade com essa empresa?

4.3 Alcançar maior liquidez constitui uma das principais razões das empresas que buscam adoção de melhores práticas de governança corporativa. Na caso da M. Dias Branco com se dá essa relação?

4.4 Diversificação patrimonial do acionista controlador, perpetuação da empresa e questão sucessória: coloque essas três motivações por ordem de importância. Explique.

4.5 A adoção de melhores práticas de governança motivou o ingresso no mercado de capitais, ou ocorreu o inverso?

5. PROCESSO DE IMPLEMENTAÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

5.1 Quais as principais etapas percorridas durante o processo de implementação de melhores práticas de governança até a data da entrada no Novo Mercado?

5.2 Comitês de auditoria e Conselho Fiscal são fundamentais para uma maior transparência da companhia. Quais comitês estão em funcionamento e qual a situação atual do conselho Fiscal?

6. BARREIRAS QUE SE INTERPÕEM À ADOÇÃO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

6.1 Que tipo de barreira a empresa enfrentou durante o período de implementação das melhores práticas de governança corporativa?

6.2 Mudança organizacional provoca reação. Quais as principais reações em relação a adoção de melhores práticas de governança?

6.3 Qual foi a reação do acionista controlador à decisão de abrir o capital com emissão de ações ordinárias?

6.4 Como a empresa vê as regras do NM da Bovespa para adesão aos NDGC, particularmente as relacionadas à divulgação de estratégias e fatores de risco implícitos no negócio?

7. BENEFÍCIOS AUFERIDOS PELA EMPRESA COM ADOÇÃO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

7.1 Quais os principais benefícios internos auferidos pela empresa em decorrência da adoção das melhores práticas de governança?

7.2 O que a empresa pôde perceber entre as expectativas anteriores à implementação da governança (resultados esperados) e os resultados reais alcançados?

7.3 A profissionalização foi consequência da adoção de melhores práticas, ou essa prática já era adotada na companhia?

7.4 A remuneração de executivos é um mecanismo de governança que procura alinhar os interesses de gerentes e proprietários. Qual a política da empresa sobre esse assunto?

7.5 Quais os benefícios na imagem da companhia com a adoção de melhores práticas de governança corporativa?

APÊNDICE I – RELAÇÃO ENTRE AS PERGUNTAS DAS ENTREVISTAS E OS OBJETIVOS ESPECÍFICOS

PERGUNTAS DA ENTREVISTA	Fontes de Evidências e Instrumentos de Coleta de Dados	OBJETIVOS ESPECÍFICOS				
		1) identificar as razões que levam a empresa M. Dias Branco à adoção de MPGC	2) conhecer as principais etapas percorridas pela empresa M. Dias Branco para a implantação das atuais práticas de governança corporativa	3) analisar as principais barreiras à adoção de MPGC pela empresa M. Dias Branco;	4) relacionar os benefícios percebidos em decorrência da adoção das MPGC pela empresa M. Dias Branco	5) identificar o atual nível de adequação da empresa M. Dias Branco às MPGC; (#)
1. Na sua percepção o que motivou a M. Dias Branco a adoção de melhoras práticas de governança corporativa?	Entrevista Apêndice E, F, G, H	*			*	-
2. A entrada de sócios estratégicos ou investidores institucionais é um dos objetivos das empresas que lançam suas ações no mercado. Qual é a posição da empresa em relação a esse fato?	Entrevista Apêndice E	*	*			-
3. Como o acionista controlador aborda a questão sucessória da empresa	Entrevista Apêndice E	*		*		-
4. Criação de valor para a companhia e para o acionista é dos objetivos da Governança corporativa. Como a companhia lida com essa realidade?	Entrevista Apêndice E	*				-
5. Muitas empresas vão ao mercado de capitais em busca de capital com menores custos. Qual é a relação dessa realidade com essa empresa?	Entrevista Apêndice E, F, G, H	*			*	-
6. Alcançar alta liquidez constitui uma das principais razões das empresas que buscam adoção de melhores práticas de governança corporativa. Na caso da M. Dias Branco com se dá essa relação?	Entrevista Apêndice F, G, H	*			*	-

7. Diversificação patrimonial do acionista controlador, perpetuação da empresa e questão sucessória: coloque essas três motivações por ordem de importância. Explique.	Entrevista Apêndice F, G, H	*			*	-
8. A adoção de melhores práticas de governança motivou o ingresso no mercado de capitais, ou ocorreu o inverso?	Entrevista Apêndice F, G, H	*	*			-
9. Quais foram as principais etapas vivenciadas pela empresa durante o processo de implementação de melhores práticas de governança corporativa?	Entrevista Apêndice E, F, G, H		*			-
10. Como ocorreu a implantação dos comitês do Conselho de administração?	Entrevista Apêndice E		*			-
11. A remuneração de executivos é um mecanismo de governança que procura alinhar os interesses de gerentes e proprietários. Qual a política da empresa sobre esse assunto?	Entrevista Apêndice E, F, G, H		*		*	-
12. Comitês de auditoria e Conselho Fiscal são fundamentais para uma maior transparência da companhia. Quais comitês estão em funcionamento e qual a situação atual do conselho Fiscal?	Entrevista Apêndice F, G, H		*		*	-
13. Que tipo de barreira a empresa enfrentou durante o período de implementação das melhores práticas de governança corporativa?	Entrevista Apêndice E, F, G, H			*		-
14. Mudança organizacional provoca reação. Quais as principais reações em relação a adoção de melhores práticas de governança?	Entrevista Apêndice E, F, G, H			*		-
15. Como a empresa vê as regras do NM da Bovespa para adesão aos NDGC, particularmente as relacionadas a divulgação de estratégias e fatores de risco implícitos no negócio?	Entrevista Apêndice E, F, G, H			*		-
16. Qual a posição da companhia em relação às regras da Bovespa em relação a composição do conselho de administração?	Entrevista Apêndice E			*		-
17. Qual a posição da companhia em relação as regras da Bovespa em relação a <i>tag along</i> e <i>free float</i> de 25%?	Entrevista Apêndice E			*		-
18. Uma das principais recomendações teóricas para a boa prática de governança é que os cargos de presidente do conselho e executivo principal sejam ocupados por pessoas distintas.	Entrevista Apêndice E				*	-

Qual é a sua leitura sobre a reação do mercado, sobre a atual posição da M. Dias Branco em relação a esse assunto?						
19. É verdadeiro dizer que a adoção de melhores práticas de governança corporativa gera benefícios superiores aos custos incorridos?	Entrevista Apêndice E			*	*	-
20. Quais os principais benefícios internos auferidos pela empresa em decorrência da adoção das melhores práticas de governança?	Entrevista Apêndice F, G, H				*	-
21. O que a empresa pôde perceber entre as expectativas anteriores à implementação da governança (resultados esperados) e os resultados reais alcançados?	Entrevista Apêndice F, G, H				*	-
22. A profissionalização foi consequência da adoção de melhores práticas, ou essa prática já era adotada na companhia?	Entrevista Apêndice F, G, H				*	-
23. Quais os benefícios na imagem da companhia com a adoção de melhores práticas de governança corporativa?	Entrevista Apêndice F, G, H				*	-
24. Dentre as etapas de implementação de boas práticas de governança corporativa, qual foi a prioridade da criação do setor de RI em relação às outras etapas desse processo?				*	*	-
25. Qual a principal diferença entre o papel da controladoria tradicional e da controladoria que adota os princípios da boa governança?	Entrevista Apêndice F				*	-
26. Qual a missão da área de desenvolvimento organizacional e como atua para consolidar o processo de adoção de boas práticas de governança?	Entrevista Apêndice H	*			*	-

(#) o objetivo 5 será respondido pelo questionário de adequação às melhores práticas de governança do IBGG (2006a) – ANEXO A

ANEXO A – QUESTIONÁRIO DE ADEQUAÇÃO ÀS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA DO IBGC (2006a)

Instruções:

1. O questionário é baseado no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, visando avaliar a aderência da empresa às melhores práticas de governança.
2. O questionário é composto por 100 perguntas binárias e objetivas.
3. Caso a pergunta não se aplique à empresa, deve ser assinalada a opção NA.
4. Caso a empresa deseje fazer comentários sobre determinada resposta, favor preencher a cédula “comentários” relativa a pergunta em questão.
5. O questionário pode ser utilizado pela empresa como uma ferramenta de auto avaliação em relação à melhores práticas de governança corporativa.
6. As respostas positivas correspondem a uma boa prática de governança corporativa, com exceção das questões com fundo cinza e em itálico, cujo raciocínio e o inverso.

Capítulo	Tema	≠	Pergunta	Sim	Não	NA
Propriedade	1. Conceito uma ação – um voto	1	A empresa emite apenas ações com direito a Voto?			
		2	Caso a empresa possua ações preferenciais, elas possuem direito a voto em questões relevantes, tais como fusões, cisões, aquisições de ativos relevantes, aprovação de contratos com companhias do mesmo grupo, etc?			
	2. Acordo entre sócios	3	Caso a empresa possua acordos de acionistas, ele está disponível para todos os acionistas?			
		4	<i>Caso a empresa possua acordo de acionistas, ele vincula ou restringe o direito de voto de quaisquer conselheiros</i>			
		5	<i>Caso a empresa possua acorde de acionistas, ele prevê indicação de quaisquer diretores da sociedade?</i>			
	3. Assembléia Geral	6	A convocação da assembléia geral é feita com n mínimo de 30 dias de antecedência?			
		7	Trata-se de facilitar a presença do maior número de sócios na escolha do local, data e hora das assembléias gerais?			
		8	Os relatórios e outros documentos relativos à pauta são disponibilizados aos acionistas simultaneamente ao edital de convocação para a assembléia?			
		9	Os votos dissidentes são registrados na ata da reunião, quando requeridos?			
		10	O estatuto prevê que assuntos não incluídos na convocação somente poderão ser votados caso haja presença de todos os sócios?			
		11	Existem mecanismos para receber, antes da assembléia, propostas que os sócios tenham interesse de inclui na pauta?			
		12	Os votos dos acionistas podem ser proferidos por procuração ou outros canais?			
	4. Aquisição de Controle	13	A companhia garante direitos de tag along para as ações ordinárias além dos legalmente exigidos?			
		14	A companhia garante direitos de tag along para ações preferenciais?			
	5. Condições de saída de sócios	15	O estatuto prevê com clareza as situações nas quais o sócio terá o direito de retirar-se da sociedade?			
		16	A retirada de algum sócio da sociedade obedece a critérios de valor econômico?			

Propriedade	6. Uso de informação privilegiada (<i>insider information</i>)	17	A empresa possui uma política de divulgação de atos ou fatos relevantes?			
		18	A empresa possui uma política de negociação de valores mobiliários incluindo períodos de vedação da negociação de ações por parte de administradores e outras pessoas de posse informações privilegiadas?			
	7. Arbitragem	19	A empresa utiliza alguma câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários?			
	8. Conselho de Família	20	A empresa possui um conselho de família?			
		21	As atividades do conselho de família são formalizadas em algum documento?			
		22	Existe uma separação clara de papéis entre conselho de família e conselho de administração?			
	9. Estrutura de propriedade e controle	23	O controle da companhia é direto? (não há existência de pirâmide?)			
		24	O grupo controlador, considerando acordos de acionistas, possui diretamente menos de 50% das ações votantes?			
		25	A porcentagem de ações não votantes é menor do 20% do total do capital?			
		26	O percentual das ações com direito a voto do grupo controlador é igual ou menor que o mesmo possui sobre o total de ações da empresa?			
27		O free float é igual ou maior que 25% do total das ações				
Conselho de Administração	1. Regimento interno do Conselho	28	As atividades do Conselho de Administração estão normatizadas num regimento interno?			
		29	Caso exista um Conselho interno do CA, ele dispõe sobre a solução de situações de conflitos de interesse?			
	2. Presidente do Conselho e executivo principal (CEO)	30	Os cargos de presidente do Conselho e executivo principal (CEO) são ocupados por pessoas distintas?			
		31	O executivo principal é membro do Conselho?			
		32	Caso o CEO faça parte do Conselho, existe a prática de os conselheiros se reunirem periodicamente sem a presença de executivos da empresa?			
	3. Comitês do Conselho	33	O Conselho de Administração possui comitês compostos exclusivamente por conselheiros? (comitê de auditoria, remuneração, governança, etc)			
		34	Os comitês possuem regimentos internos especificando suas atribuições e <i>mudus operandi</i> ?			
		35	Os comitês são coordenados por conselheiros independentes?			
		36	<i>Os executivos da empresa fazem parte de Algum comitê?</i>			
	4. Comitês de Auditoria	37	A empresa possui Comitê de Auditoria?			
		38	O comitê de auditoria é composto exclusivamente por conselheiros não executivos?			
		39	O comitê de auditoria é composto exclusivamente por conselheiros independentes?			
		40	Ao menos um membro do Comitê de Auditoria possui notório conhecimento na área de finanças e contabilidade?			
41		O comitê de Auditoria reúne-se regularmente com o Conselho Fiscal, executivo principal (CEO) e demais diretores?				
42		O comitê de Auditoria reúne-se regularmente com a auditoria interna e auditoria independente?				
43		O comitê de Auditoria avalia a qualidade das informações oriundas de controladas, coligadas e terceiros que causem impacto nas demonstrações financeiras da investidora?				

Conselho de Administração						
	5. Número de Membros	44	O Conselho de Administração possui 5 a 9 membros?			
	6. Conselheiros Independentes	45	O Conselho é composto em sua maioria por conselheiros independentes? (Conforme definição do item 2 do código do IBGC?)			
		46	O Conselho de Administração possui pelo menos 2 conselheiros independentes?			
		47	<i>Além do presidente, há executivos que fazem parte do Conselho de Administração?</i>			
	7. Avaliação do Conselho e do conselheiro	48	O Conselho avalia formalmente seu desempenho como órgão?			
		49	O Conselho avalia formalmente seu desempenho individual dos conselheiros?			
	8. Prazo de mandato	50	O mandato do Conselho de Administração é de um ano e unificado?			
		51	A reeleição de conselheiros só é permitida após a avaliação formal do seu desempenho?			
	9. Remuneração	52	A remuneração dos conselheiros é estabelecida na mesma base do valor da hora de trabalho do executivo principal (CEO)?			
		53	Os conselheiros recebem algum tipo de remuneração variável (bônus, ações, opções de ações, etc.?)			
		54	A companhia divulga a forma de remuneração e os benefícios concedidos aos conselheiros e diretores (dinheiro, ações, etc.?)			
	10. Orçamento do Conselho e consultas externas	55	O Conselho possui orçamento anual próprio aprovado pelos acionistas?			
		56	Os Conselheiros têm o direito de fazer consultas a profissionais externos (advogados, auditores, especialistas, etc) com recursos pagos pela empresa de forma a obter subsídios em matérias de relevância?			
	11. Avaliação da Diretoria Executiva	57	O Conselho realiza uma avaliação formal anual do desempenho do executivo principal (CEO)?			
	12. Planejamento da Sucessão	58	O Conselho possui um plano de sucessão do executivo principal (CEO) atualizado?			
	13. Introdução de novos conselheiros	59	Existe um programa de introdução para novos conselheiros estruturado, incluindo recebimento de documentos corporativos relevantes, apresentação de pessoas-chave da sociedade, visita às unidades operacionais, etc.?			
14. Secretaria do Conselho de Administração	60	Existe uma pessoa designada como secretário (a) do Conselho de Administração, de forma a assessorar o presidente do Conselho?				
15. Funcionamento das reuniões do Conselho	61	As reuniões ordinárias do Conselho são feitas com frequência não maior do mensal e não menor do que trimestral?				
	62	O Conselho de Administração possui uma programação de pautas a serem discutidas?				
	63	A documentação relativa às reuniões do Conselho é distribuída com no mínimo 7 (sete) dias de antecedência?				
	64	<i>Os diretores são sistematicamente convidados para participarem das reuniões do Conselho? (Os diretores estão sempre presentes nas reuniões do Conselho?)</i>				
16. Auditoria independente	65	O Conselho de Administração / Comitê de Auditoria seleciona os auditores independentes e avalia periodicamente seus trabalhos?				
17. Auditoria interna	66	A auditoria interna se reporta diretamente ao Comitê de Auditoria ou ao Conselho de Administração?				

Conselho de Administração	18. Conselho Fiscal	67	O Conselho, ou alguns de seus membros indicados, reúne-se periodicamente com o Conselho Fiscal a fim de discutir questões de interesse comum?			
		68	O Conselho de Administração fornece aos membros do Conselho Fiscal cópia integral das atas de todas as suas reuniões?			
	19. Conselheiros suplentes	69	<i>O Conselho de Administração elege conselheiros suplentes?</i>			
	20. Gerenciamento de riscos	70	O Conselho exige que a Diretoria identifique os principais riscos aos quais a sociedade está exposta e adote planos para sua mitigação?			
Gestão	1. Indicação dos diretores	71	O executivo principal (CEO) indica os diretores para aprovação pelo Conselho de Administração?			
	2. Transparência (<i>Disclosure</i>)	72	A companhia prepara os relatórios financeiros legalmente exigidos na data requerida?			
		73	O relatório anual possui uma seção específica dedicada às práticas de governança corporativa ou em processo de implementação pela sociedade?			
		74	O Estatuto Social, relatório anual ou algum outro documento corporativo explica o modelo de governança corporativa			
		75	O relatório anual informa a remuneração dos diretores e conselheiros, desagregando, pelo menos, o percentual pago ao Conselho e à diretoria?			
		76	A companhia usa alguma norma internacional de contabilidade (IASB OU USGAAP)			
		77	O relatório anual, <i>website</i> ou divulgação pública inclui informações factuais e substanciais sobre transações com parte relacionadas?			
	3. Controles internos	78	O Principal executivo é formalmente responsável pela criação, implementação e avaliação de sistemas de controles internos?			
	4. Avaliação do executivo principal (CEO) e da Diretoria	79	O principal executivo (CEO) é responsável pelo processo de avaliação da Diretoria, devendo informar os resultados ao Conselho de Administração?			
		80	A empresa utiliza métrica de valor adicionado com base em uma medida de lucro econômico para a avaliação de desempenho? (EVA, GVA, etc.)?			
	5. Remuneração	81	A empresa possui um procedimento formal e transparente de elaboração da política na remuneração de seus principais executivos, estruturando-a de forma a vincular-se a resultados?			
82		Os diretores da companhia podem participar das decisões que abrangem sua própria remuneração?				
83		A remuneração dos executivos é atrelada a alguma métrica de valor adicionado que leva em conta o custo de oportunidade dos recursos investidos na empresa?				
Auditoria Independente	1. Contratação e independência	84	Os auditores são contratados por um período pré definido e só podem ser recontratados após avaliação formal e documentada efetuada pelo Comitê de Auditoria e/ou Conselho de Administração?			
		85	A empresa adota a política de rodízio das empresas de auditoria independente, com período máximo de (cinco) anos consecutivos por empresa?			
		86	A companhia utiliza como auditor independente alguma das empresas líderes globais de auditoria?			
2. Serviços extra auditoria	87	<i>O auditor independente presta outros serviços além dos de auditoria para a empresa?</i>				
	88	Caso o auditor independente preste outros serviços, o Comitê de Auditoria e/ou o Conselho de Administração é ciente de todos os serviços prestados e honorários?				

Auditoria Independente	3. Recomendações do Auditor Independente	89	A empresa teve parecer da Auditoria Independente sem ressalvas nos últimos 5 (cinco) anos?			
	4. Normas profissionais de independência	90	<i>Existem executivos da empresa que atuavam anteriormente como auditores da companhia?</i>			
Conselho Fiscal	1. Conselho fiscal	91	A empresa possui um Conselho Fiscal instalado?			
	2. Composição	92	Os sócios controladores abrem mão da prerrogativa de eleger a maioria dos membros, permitindo que o último membro seja eleito pelos demais acionistas?			
	3. Agenda de Trabalho	93	O Conselho Fiscal possui um regimento interno formalizado (porém que não iniba a liberdade de ação individual dos conselheiros)?			
	4. Relacionamento com o Comitê de Auditoria	94	O Conselho Fiscal realiza reuniões conjuntas com o Comitê de Auditoria?			
	5. Relacionamento com Auditores Independentes e Auditoria Interna	95	O Conselho Fiscal se comunica com representantes da Auditoria Independente e membros da Auditoria Interna?			
Conduta e Conflito de Interesse	1. Código de Conduta	96	A empresa possui um código de conduta elaborado pela Diretoria e Aprovado pelo Conselho de Administração?			
	2. Conflito de interesses	97	O Estatuto proíbe empréstimos em favor do controlador e de outras partes e relacionadas?			
		98	<i>Há alguma investigação em curso na CVM a respeito de más práticas de governança?</i>			
		99	<i>Ocorreram nos últimos 5 (cinco) anos condenações administrativas ou jurídicas de última instância envolvendo tratamento não equitativo de acionistas minoritários?</i>			
		100	<i>A companhia foi condenada pela CVM por qualquer outra violação de regras no mercado de capitais nos últimos 5 (anos) anos?</i>			

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)