

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS  
Programa de Pós-Graduação em Administração  
Mestrado Profissional em Administração

**GOVERNANÇA CORPORATIVA  
E A INFLUÊNCIA DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS  
NO SISTEMA DE DECISÕES ESTRATÉGICAS**

Mônica Mansur Brandão

Belo Horizonte  
2004

# **Livros Grátis**

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

Milhares de livros grátis para download.

**Mônica Mansur Brandão**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E A INFLUÊNCIA DOS ACIONISTAS  
MINORITÁRIOS NO SISTEMA DE DECISÕES ESTRATÉGICAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Estratégia e Competitividade  
das Organizações

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dra Janete Lara de Oliveira  
Bertucci

Co-orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dra Patrícia Bernardes  
Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

Belo Horizonte  
Faculdade de Administração da PUCMinas  
2004

**FICHA CATALOGRÁFICA**  
Elaborada pela Biblioteca da  
Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

Brandão, Mônica Mansur

A985e                      Governança corporativa e a influência dos acionistas  
minoritários no sistema de decisões estratégicas / Mônica Mansur Brandão.  
– Belo Horizonte, 2004.  
292f. : il.

Orientador: Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Janete Lara de Oliveira Bertucci.

Co-orientador: Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Patrícia Bernardes.

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais,  
Programa de Pós-Graduação em Administração.

Bibliografia.

1. Administração de empresas. 2. Governança corporativa . 3. Acionistas  
minoritários. 4. Mercado de capitais. I. Bertucci, Janete Lara de Oliveira. II.  
Bernardes, Patrícia. III. Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais,  
Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658

Bibliotecária : Maria Auxiliadora de Castilho Oliveira – CRB 6/641



PUC Minas

Programa de Pós-graduação em Administração  
Mestrado Profissional em Administração

FUNDAÇÃO DOM CABRAL


**FDC**

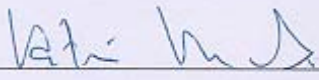
DESENVOLVIMENTO DE EXECUTIVOS E EMPRESAS

Ata da sessão de *defesa da dissertação de mestrado* do(a) aluno(a) **Mônica Mansur Brandão** do Curso de Mestrado Profissional em Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais.

Às quatorze horas do dia vinte e seis de abril do ano de dois mil e quatro, na sala 106 do prédio 43 do *campus Coração Eucarístico* da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, em Belo Horizonte, reuniu-se a banca examinadora presidida pelo(a) *orientador(a) Prof(a). Dr(a). Janete Lara de Oliveira Bertucci (Doutora em Administração, PUC Minas)* e composta pelos *membros co-orientador(a) prof(a). Dr(a). Patrícia Bernardes (Doutora em Administração, PUC Minas), prof(a). Dr(a). Luciano Antônio Prates Junqueira (Doutor em Administração da Saúde, PUC-SP) e prof(a). Dr(a). Taiane Las Casas Campos (Doutora em Administração, PUC Minas)* para exame da dissertação **“Governança Corporativa e a Influência dos Acionistas Minoritários no Sistema de Decisões Estratégicas”** de autoria do(a) aluno(a) **Mônica Mansur Brandão**, matriculado(a) no Curso de Mestrado Profissional em Administração. A defesa de dissertação é requisito parcial para obtenção do grau de *Mestre em Administração*, de acordo com o Regulamento Geral dos Cursos de Pós-graduação *Stricto Sensu* da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. No início da sessão de defesa, o presidente da banca informou a(o) candidato(a) que o tempo disponível para sua apresentação seria de trinta minutos, passando, em seguida, a palavra a(o) candidato(a). Encerrada a apresentação do(a) candidato(a), o presidente retomou a palavra e deu início à discussão da dissertação, passando a palavra a cada um dos membros da banca examinadora. Após a manifestação de cada um dos examinadores, a banca reuniu-se para definir o resultado, tendo a dissertação sido considerada APROVADA (aprovada ou reprovada). Em seguida, o(a) professor(a) orientador(a) comunicou a todos os presentes o resultado. Na forma regulamentar, foi lavrada a presente ata que é assinada pelos membros da banca examinadora.

Belo Horizonte, 26 de abril de 2004.

Prof(a).   
*Orientador(a) Prof(a). Dr(a). Janete Lara de Oliveira Bertucci (Doutora em Administração, PUC Minas)*

Prof(a).   
*Co-orientador(a) prof(a). Dr(a). Patrícia Bernardes (Doutora em Administração, PUC Minas)*

Prof(a).   
*Prof(a). Dr(a). Luciano Antônio Prates Junqueira (Doutor em Administração da Saúde, PUC-SP)*

Prof(a).   
*Prof(a). Dr(a). Taiane Las Casas Campos (Doutora em Administração, PUC Minas)*

À minha querida mãe, o mais belo exemplo que eu poderia ter.

Ao meu querido pai (*in memoriam*), que nos deixou as lições do trabalho construtivo e da honradez.

## AGRADECIMENTOS

Esta dissertação de mestrado constitui o principal produto de dois anos e meio de estudos e dedicação intensivos e de grande crescimento pessoal. Não teria sido possível vencer os desafios que se apresentaram sem a participação de muitas pessoas que, com o seu conhecimento e generosidade, contribuíram de diferentes formas para que o trabalho existisse.

Agradeço às minhas orientadora e co-orientadora, Prof<sup>ª</sup>. Dra. Janete Lara de Oliveira Bertucci e Prof<sup>ª</sup>. Dra. Patrícia Bernardes, respectivamente, pelo apoio recebido e pelos requisitos de qualidade impostos à pesquisa de dissertação, que focalizou um tema complexo. Ao Prof. Dr. Luciano Antônio Prates Junqueira e à Prof<sup>ª</sup>. Dra. Taiane Las Casas Campos, também membros da banca examinadora, agradeço pelas enriquecedoras sugestões.

Agradeço aos demais professores do mestrado, representados pela Prof<sup>ª</sup>. Dra. Georgina Alves Vieira da Silva, cujas palavras de incentivo às minhas potencialidades e preciosos ensinamentos jamais serão esquecidos.

Agradeço ao Prof. Dr. Haroldo Guimarães Brasil, do IBMEC Minas Gerais, pelo apoio ao meu ingresso no mestrado. Também sou grata ao Prof. Dr. Sérgio de Oliveira Birchall, do IBMEC Minas Gerais, assim como ao Prof. Dr. Sérgio Fernando Loureiro Rezende, da PUC Minas, pelas considerações e esclarecimentos sobre custos de transação, um assunto complexo e instigante, de grande importância para o estudo aprofundado da governança corporativa.

Agradeço aos meus colegas do mestrado, que foram importantes para que o curso fosse muito mais do que uma experiência intelectual. Desejo-lhes boa sorte em suas carreiras e, principalmente, que sejam pessoas felizes e realizadas.

À Simone e à Lílian, colegas mestrandas e parceiras em vários projetos, devo, com justiça, agradecer pela cooperação ao longo do curso e pelo bom humor, os quais não serão esquecidos, independentemente dos nossos futuros caminhos.

Agradeço ao Prof. Alexandre Di Miceli da Silveira, doutorando da Universidade de São Paulo - USP - acadêmico premiado, pela generosidade na disponibilização de referências bibliográficas e pela importante colaboração.

Agradeço à DELOITTE, por meio do Sr. Walmir Bolgheroni, sócio auditor, pela contribuição relativa à reforma da *Lei das Sociedades Anônimas (6.404, 15/12/76)* e pela grande gentileza.

Agradeço o apoio da Companhia Energética de Minas Gerais – CEMIG - e o patrocínio financeiro à pesquisa, por meio dos seguintes profissionais: Sr. João Luiz Senra de Vilhena, superintendente de planejamento corporativo e de tarifas, Sr. João Batista Zolini

Carneiro, assistente da Diretoria de Finanças e Participações, Sra. Márcia Castro Fernandes, superintendente de recursos humanos, Sra. Adriana de Faria Passos, assessora da gerência de desenvolvimento de recursos humanos, e Sra. Rogéria Moura, técnica de recursos humanos.

Agradeço ao Sr. Pedro Carlos Hosken Vieira, superintendente de controladoria da CEMIG, pelo incentivo ao desenvolvimento do tema e pelas contribuições. Também agradeço aos Srs. Luiz Fernando Rolla, superintendente de relações com investidores, e Manoel Bernardino Soares, superintendente jurídico, pela gentileza.

Aos Srs. José Geraldo Valadares Lembi, consultor da Superintendência de Relações com Investidores, Antônio Albino de Abreu Mendes e Carlos Antônio Leal Cruz (*in memoriam*), analistas de relações com investidores na mesma área, agradeço pela boa vontade e esclarecimentos acerca da operacionalização de aspectos regulatórios do mercado de capitais. Ao último profissional citado, sou grata pela sugestão preciosa, que teve grande utilidade.

Agradeço à Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais Minas Gerais - APIMEC-MG - pelo patrocínio institucional à pesquisa, na pessoa do Sr. João Carlos de Magalhães Lanza, presidente do Conselho Diretor, o qual tenho a honra de integrar. O apoio do ilustre presidente ao desenvolvimento do trabalho e as suas diversas sugestões de ordem prática foram cruciais.

Agradeço ainda aos Srs. Sérgio Valadares Portella, vice-presidente, Alberto de Abreu Mendes, Antônio Gumerindo de Andrade, Izabella de Lourdes Assi Meira Lima, Jordi Teixidó i Lores, José Antônio Motta Pequeno, José Domingos Vieira Furtado, Leandro Cyrino Saliba, Murilo Salles Gonçalves Torres, Paulo Ângelo Carvalho de Souza e Roberto Rennó, conselheiros da APIMEC-MG, pelo apoio. Ao conselheiro Jordi, agradeço pela sugestão de uma entrevista em especial, que não poderia faltar na pesquisa, e pela troca de idéias.

Agradeço à Associação Nacional dos Investidores do Mercado de Capitais - ANIMEC - por intermédio do Sr. Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente, pela atenção concedida à pesquisa e pelas contribuições fundamentais, a partir das quais a dissertação alcançou um patamar de aprofundamento que ampliou consideravelmente a responsabilidade com a qualidade.

Agradeço ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC - na pessoa da Sra. Heloísa Bedicks, diretora executiva, pela boa vontade e generosidade de compartilhar comigo seu extraordinário conhecimento sobre governança corporativa.

Agradeço à Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA - por meio das Sras. Maria Helena Santana, superintendente executiva de relações com empresas, e Adriana P.



Sanches, supervisora de desenvolvimento de empresas, profissionais com extraordinário conhecimento sobre governança corporativa, pela boa vontade e generosidade, que me permitiram melhor compreender as regras relativas aos *Níveis 1 e 2 de governança corporativa* e ao *Novo Mercado*, bem como melhor assimilar a amplitude do trabalho sem precedentes de popularização do mercado de capitais desenvolvido pela BOVESPA.

Agradeço ao BANCO ITAÚ *HOLDING FINANCEIRA S/A*, organização reconhecida internacionalmente pelos elevados padrões de governança corporativa, nas pessoas de três profissionais: Sr. Alfredo Egydio Setubal, diretor de relações com investidores, Sr. Geraldo Soares, gerente geral de relações com investidores, e Prof. Dr. Sílvio Aparecido de Carvalho, diretor executivo de controladoria. A abertura da organização à pesquisa, por meio de sua Diretoria de RI, é um exemplo que merece ser enaltecido.

Ao Sr. Anderson Lopes, analista de relações com investidores do BANCO ITAÚ, agradeço pela boa vontade e suporte imprescindíveis. À Sra. Mirella Cimelli, secretária da gerência geral de relações com investidores da mesma organização, sou grata pela grande atenção e cordialidade.

Agradeço de coração a cada um dos 24 profissionais entrevistados no âmbito da pesquisa de dissertação, a maioria dos quais (16) está resguardada pelo meu compromisso expresso com a confidencialidade. As entrevistas realizadas com dois integrantes de conselho de administração, quatro executivos, cinco gestores de portfólio, sete acionistas minoritários, uma especialista em direito societário e cinco executivos de organizações de mercado - ANIMEC (1), APIMEC-MG (1), IBGC (1) e BOVESPA (2) - possibilitaram a exploração do tema instigante que é objeto da dissertação.

Eu não poderia deixar de agradecer ao Prof. José Maria Malta Lima, revisor do trabalho, pela atenção a mim dispensada e pelo compromisso com a qualidade.

Agradeço, por fim, à minha mãe, aos meus irmãos Andréia e André (incluindo a Cida e o André Vítor – esse último, a recente alegria de nossa família), à Denilde, e às pessoas queridas que me contemplaram, de diferentes formas, com o seu carinho. Ao Roberto, agradeço especialmente pelo incentivo e pelo apoio incondicional. E registro, para terminar, minha gratidão à Tati, ao Marquinhos, ao Zé Hélio, à Dulce (amigos da CEMIG), à Rosane, à Cida Hess e à Iara Rosa, também amigas de longa data, pelo precioso suporte, em diferentes momentos.

Mas, se as contribuições de tantas pessoas não têm preço, as inevitáveis imperfeições da dissertação, porventura identificadas, são de minha responsabilidade.

“Não tenho dúvida de que a intenção do acionista controlador é crucial para a boa governança corporativa das companhias. Se a intenção não for boa...” (conselheiro entrevistado, 2003).

“Muitos conselheiros não têm consciência sobre o seu enorme poder em uma companhia” (executiva entrevistada, 2003).

“O aspecto mais relevante a destacar nas reuniões do conselho é que sempre se busca o consenso entre os participantes para a aprovação dos assuntos. Isso não é muito fácil, o debate é intenso” (conselheiro entrevistado, 2003, ao descrever o *modus operandi* do conselho de administração da COMPANHIA X).

“Toda companhia deve ter um *plano de longo prazo*, que deve ser seguido e comparado com os resultados esperados. Tal *plano* só deverá ser mudado se os resultados esperados não forem alcançados. O executivo-chefe da empresa deve estar ligado a esse *plano de longo prazo*, tomando as decisões no dia-a-dia para que o rumo seja aquele já traçado” (gestor de portfólio, 2003).

“Acredito que uma área de relações com investidores é o melhor canal de comunicação entre os acionistas e a empresa, se essa última der a devida importância aos acionistas minoritários” (acionista minoritário, 2003).

“Os interesses do acionista majoritário são quase sempre diferentes dos interesses dos acionistas minoritários. Entretanto, a convergência pelo fator lucro é universal” (acionista minoritário, 2003).

“Acredito que os conselheiros serão livres para tomar melhores decisões estratégicas, que beneficiem os interesses de todos os acionistas, se seus votos não forem vinculados aos *acordos de acionistas*” (especialista em direito societário, 2003).

“Nós não gostamos muito do termo *acionistas minoritários*. Na verdade, nós achamos que tem uma conotação pejorativa e consideramos que o termo mais adequado é *acionistas não controladores*” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC).

## RESUMO

Esta dissertação de mestrado investigou a dinâmica das companhias com ações em *bolsa de valores* no Brasil, no que se refere ao desenho da estratégia e à tomada de decisões estratégicas, ao relacionamento com investidores, à transparência informacional e à adoção de práticas de governança corporativa – com maior ênfase no desenho da estratégia e nas decisões –, segundo as perspectivas de atores integrantes da cúpula de companhias (*insiders*) e de atores que atuam no mercado de capitais (*outsiders*). A investigação citada permitiu a resolução do problema de pesquisa – qualificar a importância do sistema de decisões estratégicas de companhias com ações em *bolsa de valores*, em dimensões relevantes e, posto isso, identificar os principais limites potenciais de influência de acionistas minoritários excluídos do controle na construção desse sistema, segundo as percepções de públicos que integram a *cúpula* de companhias, gestores de portfólio, acionistas minoritários individuais, uma especialista em direito societário e executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA. A pesquisa contemplou a exploração multiangular de tópicos como instâncias formais de decisão (assembleias gerais de acionistas e conselhos de administração) e de relacionamento (áreas de relações com investidores), *acordos de acionistas*, transparência informacional, práticas específicas de governança (adoção de *código de governança corporativa* e exercício da presidência do conselho de administração e da presidência executiva por pessoas distintas dentre outras), e ainda, a legislação, a regulamentação e a democratização do mercado de capitais. Da pesquisa desenvolvida, emergiu uma proposta de representação da arquitetura (projeto) das companhias com ações em *bolsas de valores*, que admite a existência da dimensão da governança corporativa e de diversos sistemas responsáveis por *grandes funções* de governança. Adicionalmente, no âmbito de um sólido conjunto de desdobramentos factíveis da pesquisa, destacam-se: 1. a possibilidade de desenvolvimento de propostas de práticas de governança corporativa, a partir da resolução do problema de pesquisa, objetivando ampliar tanto a influência dos acionistas minoritários sobre o sistema de decisões estratégicas quanto o acesso dos mesmos a esse sistema; 2. as possibilidades de maior conscientização quanto à importância de uma atuação profissional da área de RI, da transparência informacional e do *ativismo* em governança corporativa dos investidores, especialmente dos *investidores institucionais*; 3. as possibilidades de aplicação da proposta acima citada em estudos teóricos e práticos de governança corporativa.

Palavras-chave: governança corporativa, acionistas minoritários, sistema de decisões

## **ABSTRACT**

*The present Masters dissertation investigated the dynamics of the companies whose stocks are in stock exchanges in Brasil, on what is related to the elaboration of their strategies and strategic decision-making, their relationship with investors, informational transparency and the adoption of corporate governance practices – focusing in the elaboration of their strategies and decisions – according to the perspectives of both actors occupying high posts in the companies (insiders) and the ones acting in the capital markets (outsiders). The above mentioned investigation was successful in resolving the research problem – to qualify the importance of the strategic decision systems of companies with stocks in stock exchanges in relevant dimensions, and after that, to identify the main potential limits of influence by the minority shareholders who do not participate in the construction of such control system, according to the perspective of the public that integrates the higher posts in those companies, portfolio managers, individual minority shareholders, an expert in partnership law and executives from ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA. The research explored, from a variety of angles, topics such as: formal decision-making organs (shareholders general assemblies and administration councils) and relationship areas (areas of relationships with investors), shareholders agreements, informational transparency, specific governance practices (adoption of a corporate governance code and practice of the administration council presidency and executive presidency, by distinct individuals, etc). It also explored the legislation, regulation and democratization of the capital market. From the research it has emerged a proposal for representation of the “architecture” (project) of companies with stocks in stock exchanges, which allows for the existence of a corporate governance dimension and that of several systems responsible for large functions in governance. Additionally, among a solid group of feasible propositions made possible with this research, it can be stressed: 1. possibilities of developing, with the resolution of the research problem, practical proposals for corporate governance aimed at enlarging both the minority shareholders influence in the strategic decisions system and their very access to this system; 2. possibilities of improving the awareness of the importance of a professional performance from the IR area, of informational transparency and of activism in investors corporate governance – especially institutional investors; 3. possibilities of applying the proposal mentioned above in theoretical and practical studies of corporate governance.*

*Key words: corporate governance, minority shareholders, decision system*

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	13
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	30
2.1	Considerações gerais .....	30
2.2	Governança, mecanismos de governança e instituições.....	33
2.3	Governança corporativa.....	43
2.3.1	O movimento mundial pela governança corporativa.....	43
2.3.2	Visão do <i>nexus</i> de contratos .....	47
2.3.3	Modelo financeiro .....	49
2.3.4	Modelo dos públicos relevantes ( <i>stakeholders theory</i> ) .....	55
2.3.5	Visão esclarecida dos públicos relevantes ( <i>enlightened stakeholders theory</i> ).....	58
2.3.6	Visão da economia dos custos de transação .....	60
2.3.7	Visão do <i>capitalismo fiduciário</i> .....	62
2.3.8	Modelo político .....	64
2.3.9	Modelo de procuradoria .....	67
2.3.10	Visão informacional .....	69
2.3.11	Visões adicionais (visão do poder, visão cultural e outras perspectivas).....	71
2.3.12	Governança corporativa no Brasil .....	74
2.4	Principais aspectos convergentes .....	82
3	METODOLOGIA.....	87
3.1	Características gerais da pesquisa: tipo e critérios de qualidade.....	87
3.2	Coleta de dados: estratégia, instrumento e dinâmica de coleta .....	88
3.3	Desenho metodológico .....	94
4	ANÁLISE DE RESULTADOS.....	97
4.1	Aspectos preliminares.....	97
4.2	A perspectiva de governança dos públicos corporativos.....	98
4.3	A perspectiva de governança dos gestores de portfólio .....	111
4.4	A perspectiva de governança dos acionistas minoritários individuais .....	124
4.5	A perspectiva de governança da especialista em direito societário.....	133
4.6	A perspectiva de governança dos executivos de organizações de mercado .....	139
4.7	Resolução do problema de pesquisa.....	150
4.8	A perspectiva consolidada das cinco categorias de entrevistados.....	160
4.9	Fundamentos da proposta de representação da arquitetura organizacional.....	163

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	167
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	187
APÊNDICES .....	194

## Lista de Siglas Nacionais e Internacionais

ABAMEC	- Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais
ABRAPP	- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
ABRASCA	- Associação Brasileira das Companhias Abertas
ADEVAL	- Associação das Empresas Distribuidoras de Valores
AG	- Assembléia Geral
AGE	- Assembléia Geral Extraordinária
AGO	- Assembléia Geral Ordinária
AMD	- Arquitetura Multidimensional
ANBID	- Associação Nacional dos Bancos de Investimento
ANCOR	- Associação Nacional das Corretoras de Valores, Câmbio e Mercadorias
ANDIMA	- Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
ANI MEC	- Associação Nacional dos Investidores do Mercado de Capitais
ANIMEC's	- Reuniões promovidas pela ANIMEC
APIMEC	- Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
APIMEC's	- Reuniões promovidas pela APIMEC
BCB	- Banco Central do Brasil
BM&F	- Bolsa de Mercadorias e Futuros
BOVESPA	- Bolsa de Valores de São Paulo
BVRJ	- Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
CNB	- Comissão Nacional de Bolsas
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
FEA-USP	- Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo
FEBRABAN	- Federação Brasileira dos Bancos
FIESP	- Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
FGTS	- Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
IBEF	- Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças
IBGC	- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBMEC	- Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais
IBRACON	- Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
IBRI	- Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
INI	- Instituto Nacional de Investidores

OPA	- Oferta de Pública de Aquisição de Ações
PT	- Partido dos Trabalhadores
RI	- Relações com Investidores
SA	- Sociedade Anônima
SDE	- Sistema de Decisões Estratégicas
SFA	- Sistema de Fiscalização e Auditoria
SFP	- Sistema de Fortalecimento da Propriedade
SFS	- Sistema de Gestão de Influências Familiares e de Sucessão Corporativa
SGC	- Sistema de Codificação de Práticas de Governança Corporativa
SINDICOR	- Sindicato das Sociedades e Corretoras de Fundos Públicos e Câmbio
SJR	- Sistema de Gestão de Questões Jurídicas e Regulatórias
SPC	- Secretaria de Previdência Complementar
SPI	- Sistema de Produção de Informações para Públicos Relevantes
SRO	- Sistema de Gestão de Riscos Operacionais
SRP	- Sistema de Relacionamento com Públicos Relevantes
SRSA	- Sistema de Responsabilidade Social e Ambiental
SOMA	- Sociedade Operadora do Mercado de Ativos
SUSEP	- Superintendência de Seguros Privados
<i>BP</i>	- <i>Business Plan</i> (utilizada pela especialista em direito societário)
<i>CalPERS</i>	- <i>California Public Employes Retirement</i>
<i>CEO</i>	- <i>Chief Executive Officer</i>
<i>CGO</i>	- <i>Chief Governance Officer</i>
<i>CII</i>	- <i>Council of Institutional Investors</i>
<i>CREF</i>	- <i>College Retirement Fund</i>
<i>EVA</i>	- <i>Economic Value Added</i>
<i>FED</i>	- <i>Federal Reserve</i>
<i>GAAP</i>	- <i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
<i>IAS</i>	- <i>International Account Standards</i>
<i>OECD</i>	- <i>Organisation for Economic Cooperation and Development</i>
<i>SWIB</i>	- <i>State of Wisconsin Investment Board</i>
<i>USA</i>	- <i>United Shareholders Association</i>



## 1 INTRODUÇÃO

Em 1937, Ronald Coase escreveu um dos mais influentes artigos da literatura acadêmica econômica – *The nature of the firm* – em que ressalta o papel da firma como mecanismo de coordenação econômica, ao lado do mecanismo de preço, presente na operação dos mercados, e o papel do empreendedor-coordenador, cujas decisões resultam no direcionamento da produção. Portanto, há mais de 60 anos se reconhece na literatura, com base em fundamentos robustos, tais como a constatação da existência de custos de transação na economia, a necessidade da coordenação de atividades no âmbito das firmas.

Nos anos sessenta, a expressão *corporate governance* passou a ser utilizada, preliminarmente, com o sentido de referência às diretrizes de funcionamento de empresas. Mas, somente nos anos oitenta, tal expressão foi popularizada e, a partir dos EUA, difundiu-se no Reino Unido e em países da Europa continental e de outros continentes. A grande expansão do tema em âmbito global pode ser caracterizada como um *movimento pela governança corporativa*, que tem criado desdobramentos relevantes para os mercados de capitais e para companhias abertas<sup>1</sup>, em distintos mercados.

Nos anos oitenta, foi iniciada uma mudança fundamental nas relações de poder que permeavam a cúpula de importantes companhias norte-americanas. Os acionistas dessas corporações eram, em grande medida, *investidores institucionais*<sup>2</sup>, em especial, fundos de pensão, os quais buscavam garantir rendimentos adequados aos seus portfólios. Tais investidores não participavam da gestão das empresas; os presidentes das corporações ou *chief executive officers* - CEO's - dirigiam as mesmas sem maiores *fricções* com os primeiros.

Entretanto, decisões executivas como aquisições descontroladas, gastos não associados necessariamente ao objetivo de criação de valor para acionistas ou ineficazes conduziram a uma mudança no *modus operandi* de relevantes *investidores institucionais*, os quais se organizaram para se posicionar de forma diferente, alterando as relações de poder que existiam entre os mesmos e os CEO's.

Os investidores em tela passaram a exigir a adoção de melhores práticas de governança corporativa, exercendo seus poderes de pressão e voto, de forma organizada, para destituir membros da cúpula de organizações e implantar políticas e iniciativas por eles

---

<sup>1</sup> A *Lei das SA's* (6.404, 15/12/76), no artigo 4º., define os conceitos de *companhia aberta* e *companhia fechada*, conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. No presente estudo, a expressão *companhia aberta* é usada de forma mais restrita, como sinônima de *companhia com ações listadas em bolsa de valores*.

<sup>2</sup> Investidores constituídos para gerir o patrimônio de conjuntos de pessoas. No Brasil, compreendem os fundos de pensão, seguradoras, fundos e clubes de investimento.

desejadas. Se individualmente dispunham de pequena parcela do capital das companhias, organizados e alinhados para objetivos comuns, tais investidores ampliaram consideravelmente sua influência no contexto institucional que permeia a atuação das companhias abertas norte-americanas.

A atuação dos *investidores institucionais* beneficiou a todos os acionistas minoritários do mercado norte-americano. Dada a sua melhor organização e recursos, esses investidores reuniam, nos anos oitenta, as condições mais adequadas para provocar mudanças e melhor equilibrar o conflito entre gestores e acionistas ou *conflito de agência* típico de mercados específicos como os EUA e o Reino Unido, em que o capital é disperso. Cumpre reconhecer que a delegação de poder aos executivos (*agentes*<sup>3</sup> ou *agents*) para tomar decisões em nome de acionistas (*mandatários* ou *principals*), se por um lado apresenta a vantagem da profissionalização, por outro lado, traz a desvantagem do conflito citado.

Ao longo dos anos noventa, o *movimento pela governança corporativa* difundiu-se em âmbito global, preconizando melhorias na *alta gestão* de companhias. Mas, no início do terceiro milênio, *escândalos corporativos* em organizações como a *Enron Corporation* e a *WorldCom*, cujos dirigentes ocultaram dos investidores grandes perdas econômicas decorrentes de baixo desempenho, provocaram comoção e uma grande intervenção do Estado no mercado de capitais norte-americano.

Políticos norte-americanos aprovaram o *Sarbanes-Oxley Act* (30/07/02), um dispositivo legal rigoroso, que impõe um conjunto de exigências de grande abrangência e impacto, inclusive, no Brasil e em outros países onde há companhias listadas em *bolsas de valores* norte-americanas.

O *movimento pela governança corporativa* não deve ser isolado de um movimento maior de expansão de negócios e operações financeiras. Chesnais (1996), um dos críticos mais contundentes da chamada *mundialização financeira*<sup>4</sup>, afirma que o adjetivo *global* surgiu nas universidades de Harvard, Columbia e outras, tendo sido popularizado por competentes consultores, a exemplo de Michael E. Porter. Rapidamente tal adjetivo *invadiu* o *discurso neo-liberal*, levando a grandes grupos a mensagem:

---

<sup>3</sup> A palavra *agente* é aqui utilizada com vários significados: 1. com o sentido de *agente econômico* - ator que toma decisões de consumo, investimento e poupança; 2. à luz da *teoria de agência* (JENSEN e MECKLING, 1976); 3. com o sentido de uma pessoa que atua no ambiente corporativo ou no mercado de capitais; 4. com o sentido mais genérico de uma pessoa que atua dentro de determinado contexto.

<sup>4</sup> Uma forma de designação da vertente financeira da *globalização*. A *globalização* é aqui conceituada como sendo um movimento de integração entre economias, negócios, finanças e culturas nacionais, tendo suporte de

Em todo lugar onde se possa gerar lucros, os obstáculos à expansão das atividades de vocês foram levantados, graças à liberalização e à desregulamentação; a telemática e os satélites de comunicações colocam em suas mãos formidáveis instrumentos de comunicação e controle; reorganizem-se e reformulem, em consequência, suas estratégias globais (CHESNAIS, 1996, p. 23).

Ainda, segundo o autor, os *donos do poder* no ambiente globalizado - fundos mútuos, fundos de pensão, bancos e, em menor escala, grupos industriais e comerciais - não estariam interessados em medidas que possam coibir a mobilidade de capitais, reduzindo a volatilidade do sistema financeiro internacional. O mesmo afirma que “a esfera financeira representa o posto mais avançado do movimento de mundialização do capital, onde as operações atingem o mais alto grau de mobilidade, onde é mais gritante a defasagem entre as prioridades dos operadores e as necessidades mundiais” (CHESNAIS, 1996, p. 239).

Mesmo considerando as imprescindíveis discussões sobre a *mundialização financeira* e seus impactos sobre as economias nacionais, especialmente as economias mais frágeis, deve-se reconhecer que o *movimento pela governança corporativa*, ao preconizar a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas organizações, tem grande potencial para induzir melhorias na condução dos negócios organizacionais e, portanto, maior eficiência dos mercados de capitais e das economias capitalistas. Conforme afirmam Yamamoto e Almeida Prado (2003, p. 43),

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

Se o *movimento pela governança corporativa* tem incitado grandes mudanças nos mercados de capitais e nas corporações e ensejado um aumento significativo da produção acadêmica sobre o tema, não se conseguiu produzir, até o presente, um conceito de governança corporativa que seja universalmente aceito. Em âmbito acadêmico, os estudos orbitam ao redor de alguns modelos, que contemplam aspectos relevantes do tema, sem, contudo, esgotar sua complexidade, individualmente ou quando considerados conjuntamente.

A *Organisation for Economic Cooperation and Development* – OECD (1999) - argumenta, ao justificar sua proposta relativa a um conjunto de princípios de governança corporativa, que não existe uma prescrição exata do que seja uma boa governança corporativa,

---

governos, de *regras do jogo* formais e informais e de uso intensivo de tecnologias de informação. Cumpre reconhecer que tal conceito não abrange toda a riqueza envolvida nas discussões sobre a globalização.

mas que, ao mesmo tempo, o trabalho desenvolvido em países-membros e dentro da OECD tem identificado elementos comuns que permeiam uma boa governança corporativa.

O que se pode afirmar, de uma forma genérica, é que a criação de um conceito sobre governança corporativa que tenha *força intrínseca* suficiente para absorver as teorias que existem a respeito ainda não foi alcançada. Ao mesmo tempo e à luz dos principais estudos disponíveis sobre o tema, pode-se afirmar que a sua compreensão exige que se discutam os diversos desafios de interesse da cúpula das organizações – o ambiente de governança corporativa ou de condução dos negócios organizacionais -, tais como:

1. desenho da estratégia e tomada de decisões estratégicas, objetivando um desempenho organizacional minimamente desejado por públicos relevantes (*stakeholders*);
2. responsabilidade social, abrangendo a responsabilidade com públicos relevantes e com a sociedade, no sentido mais amplo – incluindo-se as gerações futuras;
3. relacionamento com públicos relevantes, em termos de equidade, de monitoração de seus interesses e dúvidas e de outros aspectos que possam enriquecer a estratégia e as decisões;
4. produção de informações para os públicos relevantes citados, visando transparência informacional (*disclosure*);
5. equacionamento de riscos que possam comprometer seriamente a sobrevivência e/ou a longevidade organizacional;
6. fortalecimento da propriedade e dos direitos de propriedade, por meio de consistentes políticas de distribuição de dividendos, de recompras de ações (operações de *buyback*) e outras;
7. equacionamento, em âmbito interno, de influências familiares e da sucessão corporativa;
8. equacionamento de aspectos jurídicos e regulatórios que afetam companhias submetidas aos ditames da legislação e da regulamentação que regem o mercado de capitais;
9. fiscalização do cumprimento da missão e dos objetivos organizacionais, da utilização dos recursos aplicados por investidores e de outros aspectos relevantes;
10. codificação dos princípios, normas de comportamento e práticas de governança corporativa, consolidando-se uma *plataforma de governança corporativa* – um conjunto de *regras do jogo*<sup>5</sup> internas e práticas a observar na condução dos negócios organizacionais.

A adoção de boas práticas de governança constitui a adoção de critérios de alinhamento da cúpula organizacional às *grandes funções* de governança corporativa acima

---

<sup>5</sup> Conceito desenvolvido por North (1990), contemplado no capítulo 2 - Referencial Teórico - e amplamente utilizado ao longo da presente dissertação.

listadas e aos seus respectivos propósitos. Adicionalmente, os aspectos culturais, de distribuição de poder e do conflito entre os agentes perpassam os desafios citados, podendo ser compreendidos à luz das *regras do jogo* mais amplas que modelam as atividades corporativas.

É *myster* reconhecer que, no Brasil, a atuação das companhias abertas é influenciada por aspectos como a cultura nacional, herdada da colonização portuguesa (enriquecida por outras correntes imigratórias no que tange à construção de uma mentalidade mais orientada para o capitalismo), e ainda, o contexto econômico de grande desigualdade – de grande concentração do capital e da riqueza em mãos de poucos atores. No Brasil, o controle das companhias abertas está concentrado, em grande medida, em mãos de famílias, *grupos de controle familiares* e *grupos de controle não familiares*.

A abertura do mercado na década de 90, iniciada com o Governo Fernando Collor de Mello e inserida no movimento de *mundialização* financeira, trouxe a discussão sobre governança corporativa ao Brasil. Traduzido para o português, o termo se consagrou como *governança corporativa*, e o tema tem recebido grande atenção, especialmente, de importantes organizações do mercado de capitais nacional, além de ensejado o surgimento de estudos acadêmicos que buscam elucidar aspectos da governança corporativa das companhias abertas.

Entretanto, no mercado de capitais nacional, caracterizado por uma cultura que ainda rejeita consideravelmente os conceitos de *compartilhamento de poder* e de *transparência* e pela alta concentração da propriedade das companhias nas mãos de poucos atores, a condução dos negócios organizacionais é permeada por um *conflito de agência* relevante, que se registra não entre acionistas minoritários e executivos – a exemplo dos EUA e do Reino Unido, cujos mercados são caracterizados pela dispersão do capital - mas entre acionistas majoritários (controladores) e acionistas minoritários (não controladores).

O conflito em questão perpassa todas as *grandes funções* de governança corporativa relacionadas anteriormente, já que os acionistas controladores apresentam hegemonia nas assembleias gerais – AG's – de acionistas e nos sistemas corporativos responsáveis pelas funções citadas. Portanto, tais *funções*, além de serem responsabilidade dos dirigentes das organizações, estão, no Brasil, por serem equacionadas à luz do conflito em tela.

O *embate acionistas majoritários versus acionistas minoritários* tem sido objeto de destaque da mídia especializada brasileira e de manifestações de preocupação de políticos. Em 2002, foi exposta ao País uma proposta elaborada por representantes do partido vencedor das eleições presidenciais, o Partido dos Trabalhadores - PT - e por representantes de diversas

organizações do mercado de capitais brasileiro, contemplando, dentre outros assuntos, os interesses dos acionistas minoritários, conforme visto a seguir.

Sem perder de vista que o mercado de capitais é um mercado de risco, devem ser tomadas todas as medidas necessárias para ampliar a segurança dos investidores, fator fundamental para ampliar a base de participantes deste mercado e alterar a percepção negativa que prevalece em parte da sociedade. O Plano Diretor do Mercado de Capitais aponta várias frentes a serem atacadas: nível de transparência das informações, capacidade de executar os contratos, *enforcement*<sup>6</sup>, nível de proteção aos minoritários, legislação mais adequada em alguns casos etc. Estas ações exigem a colaboração do Poder Executivo, dos agentes do Mercado (estimulando-se cada vez mais a auto-regulação positiva), do Poder Judiciário e do Poder Legislativo. A convergência de ação destes diversos setores deve ser buscada através de um ambiente de discussão que nos comprometemos a incentivar no futuro governo. No âmbito do Poder Executivo, a ética e a transparência das ações tomadas pelos seus diversos órgãos deverá imprimir uma marca de seriedade que certamente estimulará a confiança dos investidores. Destaque especial deve ser dado ao papel da CVM, que deve ampliar sua capacidade de intervir positivamente, de forma transparente e ativa, na defesa das melhores práticas e dos investidores. A fim de afastar a desconfiança da sociedade e dos investidores, é fundamental que as práticas predatórias sejam desestimuladas (TREVISAN et al., 2002, p. 4).

Um instrumento que tem sido usado no Brasil para mitigar o *conflito de agência* é o chamado *acordo de acionistas*. A *Lei das Sociedades Anônimas* ou *Lei das SA's*, principal instrumento legal que rege a atuação corporativa de companhias abertas, permite que acionistas firmem pactos formais ou *acordos de acionistas*, que lhes confirmem poder político suficiente para controlar companhias (artigo 118).

O *grupo de controle* estabelecido no âmbito de um *acordo* opera como um acionista majoritário, ainda que seus signatários sejam acionistas minoritários, quando individualmente considerados<sup>7</sup>. *Grupos de controle familiares e não familiares* podem firmar *acordos*, divulgados (o que seria desejável) ou não para o mercado de capitais.

Adicionalmente, é importante salientar que as companhias abertas nacionais não se encontram no mesmo patamar evolutivo: a segmentação das companhias abertas promovida pela BOVESPA – via criação dos níveis diferenciados de governança corporativa – os *Níveis 1 e 2* e o *Novo Mercado*<sup>8</sup> – tem apresentado resultados positivos, a partir da adesão de companhias aos níveis citados, voluntária, e não formalmente imposta.

---

<sup>6</sup> Garantia de cumprimento de regras formais.

<sup>7</sup> *Acordos de acionistas* podem ter um acionista com mais ações ordinárias e com mais direitos em relação aos demais signatários. Mas o *grupo de controle* constituído opera como um acionista controlador em relação aos demais acionistas excluídos do *acordo*. Os *acordos de acionistas* têm sido mais freqüentemente associados aos *grupos de controle não familiares*, cuja presença aumentou significativamente no País, com diversas privatizações de companhias estatais; mas as famílias também podem firmar tais *acordos*.

<sup>8</sup> Qualificados no item 2.12.

Assim, registra-se no mercado de capitais nacional a existência de algumas organizações que têm empreendido consistentes esforços para serem reconhecidas pela adoção de boas práticas de governança corporativa e por maior respeito aos acionistas minoritários, no âmbito de um *movimento nacional pela governança corporativa*. Destaca-se aqui o papel relevante que diversas organizações têm tido em prol das melhorias, tais como a Comissão de Valores Mobiliários - CVM - a BOVESPA e outras.

Cumprir qualificar a importância dos acionistas minoritários, enquanto aportadores de capital, em grandes volumes – quando considerados de forma agregada - para o financiamento das companhias abertas. O valor desses acionistas se confunde com a própria importância dos mercados de capitais para o desenvolvimento das nações. A palavra do ex-presidente Jucelino Kubitschek, apresentada em palestra feita a executivos do Banco Denasa, constitui uma das mais relevantes ilustrações da importância dos pequenos investidores, como financiadores de investimentos produtivos, e do mercado de capitais (JK, 1971).

Entretanto, o mercado de capitais nacional ainda não tem financiado o desenvolvimento do País na medida necessária, constituindo dificultadores da sua expansão dentre outros: 1. contexto macroeconômico instável, com taxas de juros e tributos elevados; 2. resistência cultural ao compartilhamento do poder e à transparência, agravada pelo receio de maior tributação; 3. garantia de cumprimento de regras formais insatisfatória (*enforcement* sofrível), no que respeita a questões como má gestão, transações indevidas que beneficiem atores específicos no âmbito de uma companhia, manipulação indevida de informações para o mercado e desrespeito aos direitos dos acionistas minoritários; 4. carência de especialização jurídica nas questões concernentes ao mercado; 5. aplicação ainda insatisfatória dos mecanismos de fiscalização previstos na legislação e na regulamentação.

Com base no exposto, a presente dissertação de mestrado assessou, de forma mais detalhada, dentre as *grandes funções* de governança corporativa das companhias, o desenho da estratégia e a tomada de decisões estratégicas (que visam desempenho organizacional), o relacionamento com investidores do mercado de capitais, a transparência organizacional para os investidores citados e a codificação de práticas de governança corporativa. Aspectos específicos das demais *funções* também foram tratados, de forma pontual, já que os sistemas construídos para equacionamento dessas *funções* não são estanques entre si.

O foco principal incidiu sobre o desenho da estratégia e a tomada de decisões estratégicas, especificamente no que se refere a dois aspectos: 1. na avaliação da importância do sistema de decisões estratégicas – designado, no âmbito da presente dissertação de mestrado, como SDE - de companhias com ações em *bolsa de valores*; 2. na identificação da

possível influência de acionistas minoritários excluídos do controle na construção do SDE. Portanto, o relacionamento com investidores, a transparência organizacional e a codificação de práticas de governança corporativa constituíram condições de contorno do desafio principal.

A partir das considerações anteriores, emerge o enunciado do problema de pesquisa da presente dissertação, que foi *avaliar a importância do sistema de decisões estratégicas de companhias com ações em bolsa de valores, em dimensões relevantes e, posto isso, identificar os principais limites potenciais de influência dos acionistas minoritários excluídos do controle na construção desse sistema, segundo as percepções de públicos corporativos que integram a cúpula, gestores de portfólio, acionistas minoritários individuais, especialista em direito societário e executivos de organizações de mercado – ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA.*

No SDE, representado na figura 1, destacam-se as seguintes instâncias: 1. AG; 2. conselho de administração; 3. conselho fiscal; 4. presidência e diretoria; 5. comitês do conselho (constituídos para apoio ao conselho de administração); 6. área de relações com investidores - RI. A AG é um instância supra-organizacional; já as demais são internas, mas todas essas instâncias podem ser ou são relevantes para a definição da estratégia e para a tomada de decisões estratégicas.

Os comitês do conselho de administração representados na figura 1 são importantes como suporte ao mesmo, tendo em vista o menor tempo disponível dos conselheiros em relação ao presidente executivo e à diretoria das companhias. Ressalta-se que a *Lei das SA's* exige, para companhias abertas, a auditoria independente, não representada na figura 1 (artigo 177). Os comitês nem sempre existem na forma representada: companhias podem criar comitês e comissões vinculadas diretamente à diretoria executiva, mas com escopo de trabalho que alcança discussões envolvendo o próprio conselho de administração<sup>9</sup>.

O enunciado do problema de pesquisa é melhor qualificado por meio de um conjunto de esclarecimentos necessários. A primeira deferência esclarecedora contempla o conceito aqui considerado de *decisões entratégicas* - deliberações que têm potencial significativo para modificar ou renovar a arquitetura (projeto) da organização na dimensão da estratégia, da estrutura, dos processos, da gestão de pessoas e das recompensas por desempenho. Assim, as decisões estratégicas são as *grandes decisões* referentes à condução dos negócios organizacionais.



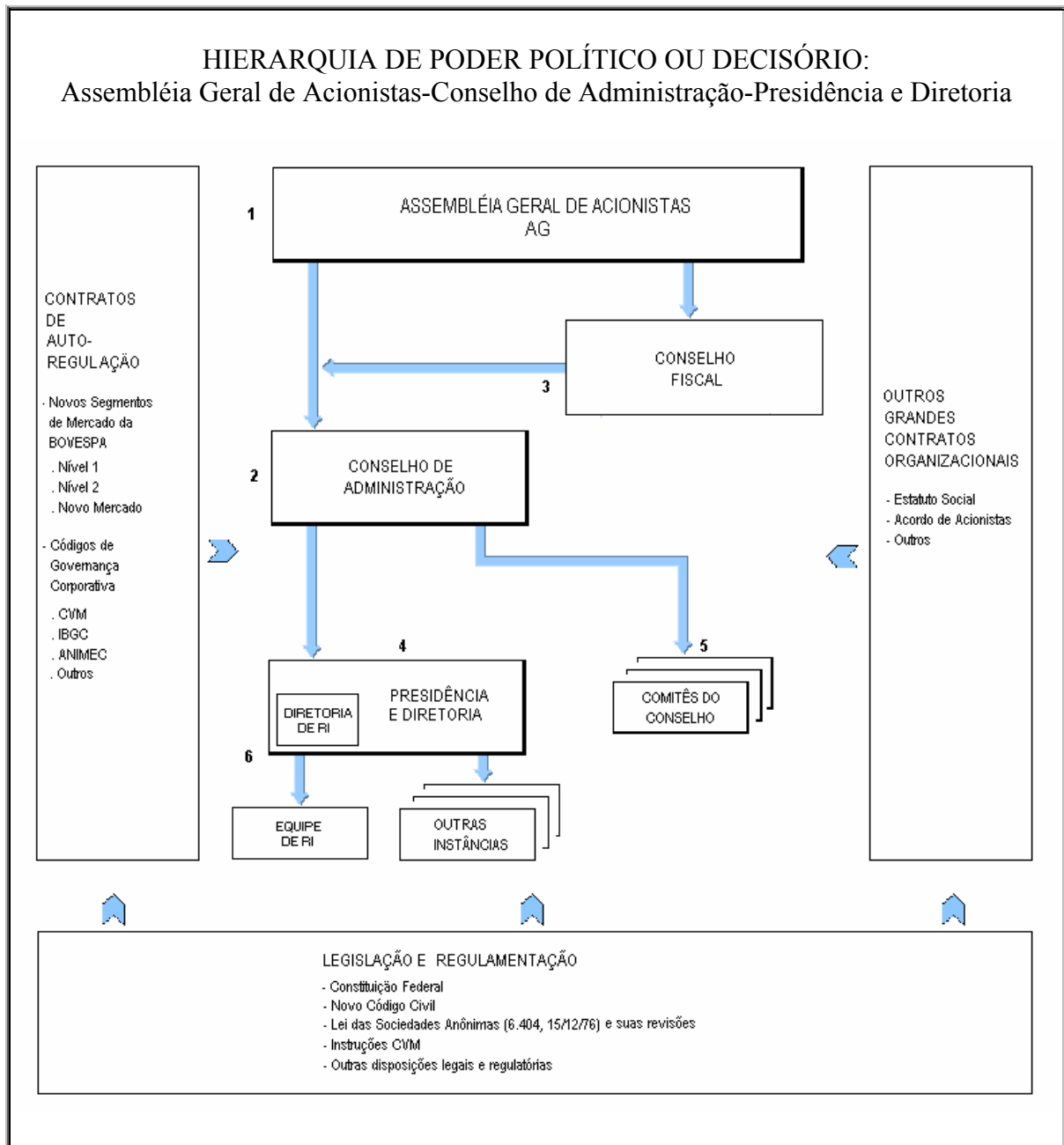


Figura 1 – O Sistema de Decisões Estratégicas - SDE - das SA's Abertas

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

Nota - A representação da figura 1 é simplificada e poderia incluir outras instâncias de governança corporativa, como os conselhos consultivos, as instâncias superiores de organizações coligadas e controladas e as instâncias de representatividade junto a outros públicos relevantes (*stakeholders*) que não sejam os acionistas e outros agentes do mercado de capitais.

A segunda consideração a ser feita se refere à moldagem do SDE por diversos condicionantes genéricos: 1. a legislação e a regulamentação, destacando-se a *Constituição*

<sup>9</sup> Observa-se que, conforme o escopo dos assuntos tratados, a vinculação direta ao conselho de administração é a prática recomendável.

*Federal*, o *Novo Código Civil*<sup>10</sup>, a *Lei das SA's* e suas revisões e as diversas instruções da CVM; 2. as disposições auto-reguladoras do mercado de capitais e das corporações, como as regras dos contratos de adesão aos níveis mais elevados de governança corporativa (os *Níveis 1 e 2* e o *Novo Mercado*, criados pela BOVESPA) e dos diferentes *códigos de governança corporativa* disponíveis; 3. as regras de outros grandes contratos organizacionais, como o *estatuto social* e o *acordo de acionistas*.

O terceiro motivo a ser visto sobre o problema de pesquisa também se refere ao SDE, à constatação de que as decisões são tomadas considerando-se a hierarquia de poder político entre as diversas instâncias, estabelecida no âmbito da *Lei das SA's*. O *tripé AG-conselho de administração-administração (presidência e diretoria)* é o responsável pelas decisões estratégicas. Entretanto, a elevada concentração da propriedade das companhias abertas nas mãos de poucos agentes econômicos produz *hegemonia* de acionistas controladores ou majoritários sobre os SDE's, em suas diversas instâncias.

Diz respeito ao SDE, às suas dimensões relevantes, nem sempre explicitadas de forma estruturada, o quarto motivo a ser analisado sobre o problema de pesquisa. Assim como as organizações como um todo, os SDE's apresentam uma arquitetura (ou projeto), com dimensões como<sup>11</sup>: 1. estratégia (a mesma da organização – sua *fórmula para vencer*); 2. estrutura (indicada na figura 1, com mais ou menos instâncias de suporte às decisões); 3. processos (como os processos de planejamento estratégico, de avaliação de projetos de investimento, de definição do orçamento corporativo e outros); 4. pessoas (com suas capacitações, motivações, princípios e valores); 5. recompensas (determinadas via contratos formais e informais).

A quinta consideração a tecer concerne aos significados das palavras *potenciais* e *influência*. A primeira tem o sentido de que os *limites de influência*, conforme seu *status*, têm a possibilidade de contrair ou de expandir os *espaços de influência* segundo a perspectiva dos entrevistados da pesquisa, e tal possibilidade pode ser de muito pequena a considerável. Já a segunda tem o propósito de fazer diferença na construção e aprimoramento do SDE, a partir da atuação (intervenção) direta de acionistas minoritários excluídos do controle ou de seus representantes sobre o SDE e, ainda, a partir da consideração dos interesses desses minoritários por outros públicos também responsáveis pelo referido sistema, implícita em suas atitudes e ações.

---

<sup>10</sup> O *Novo Código Civil* conceitua como pessoas jurídicas do direito privado as associações, as sociedades e as fundações.

Não se contemplou, especificamente, o tamanho dos *espaços de influência* - que pode variar conforme as condições específicas do contexto de decisão organizacional - mas com os *limites de influência* ou fatores que contribuem para a contração ou expansão desses *espaços* (também mencionados no estudo como *fronteiras de influência*), acreditando-se que, quando tais limites estão explicitados, as soluções para o alargamento dos *espaços de influência* podem emergir e essa é a sexta consideração a fazer.

A sétima relativa ao problema de pesquisa é que, apesar do *conflito majoritários-minoritários*, não se pode afirmar, com rigor acadêmico, que a influência potencial de acionistas minoritários excluídos do controle sobre SDE's de companhias abertas seja ou deva ser, necessariamente, nula ou consideravelmente reduzida, apesar de tal perspectiva se apresentar quando se considera a questão à luz do *conflito* em tela.

Ocorre que existem, a princípio, diversas oportunidades de influência desses acionistas sobre os SDE's, tais como:

1. manifestações e voto, no caso de acionistas com direito a voto, nas assembléias gerais ordinárias - AGO's - e nas assembléias gerais extraordinárias - AGE's;
2. inserção de conselheiro representante de acionistas minoritários no conselho de administração. A *Lei das SA's* (artigo 141) determina que acionistas ordinaristas que representem no mínimo 15% do capital votante e acionistas preferencialistas que representem no mínimo 10% do capital social - minorias qualificadas, portanto - têm o direito de eleger, em separado do acionista majoritário, um membro do conselho de administração e seu suplente<sup>12</sup>;
3. inserção de conselheiros independentes<sup>13</sup> no conselho de administração, prática que vem sendo estimulada, em âmbito internacional, por agentes e entidades de mercado e no âmbito de *códigos de governança corporativa*;

---

<sup>11</sup> Tais dimensões são caracterizadas no capítulo 3 – Metodologia (item 3.3).

<sup>12</sup> A Lei 10.303 (31/10/01), também conhecida como *Nova Lei das SA's*, preconiza, no artigo 8º., que a aplicação do *voto em separado*, no caso dos acionistas preferencialistas, está sujeita à apresentação de uma *lista triplíce* pelo acionista controlador, sendo que a partir da AGO de 2006, o conselheiro será eleito pelos minoritários considerando os termos legais aqui mencionados (alternativas de *quorum*). A *lista triplíce* limita, ainda que durante período determinado, o direito dos minoritários.

<sup>13</sup> Integrantes do conselho de administração caracterizados por (CÓDIGO IBGC, 2003): 1. não ter qualquer vínculo com a companhia, exceto eventual participação de capital; 2. não ter sido empregado da companhia ou de alguma de suas subsidiárias; 3. não estar oferecendo serviço ou produto à companhia; 4. não ser empregado de entidade que esteja oferecendo serviço ou produto à companhia; 5. não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da companhia; 6. não receber outra remuneração da companhia além dos honorários de conselheiros e eventuais dividendos (se for também proprietário). Acrescenta-se, para os objetivos da presente dissertação, que os conselheiros independentes não estariam, a princípio, vinculados à defesa de interesses do acionista majoritário ou dos acionistas minoritários, mas representariam os interesses de todos os acionistas, indistintamente (tal consideração não se mostrou exata, segundo a pesquisa aqui apresentada).

4. inserção de representante no conselho fiscal. A *Lei das SA's* (artigo 161) determina que acionistas ordinaristas que representem 10% do capital votante e acionistas preferencialistas têm o direito de eleger, em separado do acionista majoritário, um membro do conselho fiscal e seu suplente; conselheiros fiscais têm potencial para exercer influência, ainda que indireta, sobre SDE's;
5. manifestações junto à área de RI e a outras instâncias de governança corporativa, conforme a questão específica a ser tratada; os profissionais de RI podem, a princípio, atuar como defensores dos interesses dos agentes do mercado de capitais;
6. *acordos de acionistas* que, mesmo sendo firmados para favorecer interesses de *grupos de controle*, podem contemplar, em sua formulação, aspectos de interesse de acionistas minoritários excluídos do controle;
7. manifestações junto a entidades legais, reguladoras e de mercado; em situações específicas, a imprensa pode ser um canal de manifestação. Nesse caso, a influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE seria exercida de forma indireta, via mecanismos de convencimento e/ou de coerção.

Das considerações até aqui apresentadas, emergem os objetivos da pesquisa empreendida junto a 24 entrevistados, distribuídos em cinco categorias. O objetivo geral da pesquisa foi investigar a dinâmica das companhias abertas nacionais no que se refere ao desenho da estratégia e à tomada de decisões estratégicas (especialmente quanto às potencialidades de influência dos acionistas minoritários na construção dessa dinâmica), ao relacionamento com investidores, à transparência informacional e à adoção de práticas de governança corporativa, segundo as óticas de públicos da cúpula de companhias abertas (*insiders*<sup>14</sup>) e de públicos que operam ou atuam no mercado de capitais (*outsiders*).

Foram ainda definidos quatro objetivos específicos de pesquisa. O primeiro foi a focalização do SDE - *locus* em que é produzida ou renovada a estratégia corporativa e, ainda, são tomadas as decisões estratégicas organizacionais – visando sua maior valorização por pesquisadores. Buscou-se mostrar que esse sistema apresenta uma estrutura abrangente, complexa e consideravelmente mais ampla do que a visão de conselho de administração, freqüentemente considerada em estudos sobre governança corporativa, além de apresentar dimensões relevantes nem sempre favorecidas de forma estruturada.

A focalização das potencialidades de contribuição – direta e indireta - de acionistas minoritários excluídos do controle para a dinâmica de SDE's, de modo a contemplar

---

<sup>14</sup> Públicos com acesso privilegiado ao que ocorre dentro de uma organização, em geral, em decorrência de atividade profissional exercida em âmbito organizacional.

interesses e expectativas desses investidores, constitui o segundo objetivo específico. Por meio da análise aprofundada do conteúdo das entrevistas, buscou-se criar uma listagem *em bruto* de possíveis fatores ou *fronteiras de influência*, a qual possa ser explorada e desenvolvida, *a posteriori*, por entidades de mercado e companhias com ações em *bolsa de valores*, originando a proposição de práticas de governança corporativa.

O terceiro objetivo específico foi a investigação de aspectos relativos à legislação, à regulamentação e à democratização do mercado de capitais nacional, com o propósito de explorar aspectos de mercado que constituem a moldura mais ampla para os desafios contemplados no âmbito da presente dissertação de mestrado: desenho da estratégia e a tomada de decisões estratégicas (desafio mais enfatizado), relacionamento com investidores do mercado de capitais, transparência organizacional para os investidores citados e codificação de práticas de governança corporativa (condições de contorno do primeiro desafio).

Finalmente, o quarto objetivo específico foi a apresentação da proposta de uma forma de representação da arquitetura organizacional que reconhece a dimensão da governança corporativa, qualificando-a assim, como as dimensões da cultura organizacional e da gestão das operações, como uma dimensão básica da organização. Tal proposta é consistente com o referencial teórico desenvolvido e com os resultados da pesquisa, tendo sido construída em conjunto com 12 dos 24 entrevistados anteriormente mencionados, a um só tempo, co-autores e validantes.

Para que os objetivos em tela fossem alcançados, foi definido um conjunto de questões aplicadas às cinco categorias, detalhadas no APÊNDICE A, contemplando tópicos específicos (1 a 5) e comuns (demais), tais como<sup>15</sup>:

1. modelo de governança corporativa predominante na companhia, implantação de um conjunto de 60 práticas de governança corporativa pela companhia e pontos fortes e a aprimorar no SDE da companhia, especialmente no que concerne à atenção dispensada aos acionistas minoritários (alvo: públicos corporativos entrevistados);
2. dinâmica de operação de *investidores institucionais* (fundos de pensão, seguradoras, fundos e clubes e investimento no Brasil atual) e tendências de comportamento desses *investidores* no mercado de capitais nacional (alvo: gestores de portfólio entrevistados);

---

<sup>15</sup> Tais questões foram contempladas nos questionários introduzidos no capítulo 3 – Metodologia – e estão aqui apresentadas na seqüência de sua disposição nos questionários.

3. motivação para investir em ações, forma de realização de investimentos, mecanismos usados em decisões de investimentos, prazo de realização de investimentos e perfil do acionista (alvo: acionistas minoritários individuais entrevistados);
4. *Lei das SA's*, incluindo suas revisões, *câmaras de arbitragem*<sup>16</sup>, atuação dos especialistas em direito societário em prol de acionistas minoritários, problemas identificados relativamente ao relacionamento *acionista majoritário-acionistas minoritários* e evolução das práticas de governança corporativa no Brasil (alvo: especialista em direito societário entrevistada);
5. atuação da entidade em prol da ampliação da influência dos acionistas minoritários em SDE's, problemas com os quais a entidade tem se defrontado relativamente ao relacionamento *acionista majoritário-acionistas minoritários* e evolução das práticas de governança corporativa no Brasil (alvo: executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA entrevistados).
6. instâncias formais de decisão (AG e conselho de administração) e de relacionamento (área de RI) e sua dinâmica;
7. práticas específicas de governança corporativa (adoção de *código de governança corporativa*, exercício da presidência do conselho e da presidência executiva por pessoas distintas e *rating*<sup>17</sup> de governança corporativa dentre outras);
8. transparência informacional;
9. *acordos de acionistas*;
10. legislação, regulamentação e democratização do mercado de capitais.

A resolução do problema de pesquisa foi alcançada à luz de quatro critérios de delimitação de escopo. O primeiro considerado é que a pesquisa focalizou a influência dos acionistas minoritários excluídos do controle. Isso significa que aqueles minoritários reunidos em torno de um *acordo de acionistas* que lhes confira poder de controle não constituíram o objeto principal da pesquisa, ainda que aspectos relativos aos *acordos* em tela tenham sido investigados e aflorem no contexto da mesma.

O segundo critério de delimitação do escopo da pesquisa é que não se qualificaram as possibilidades de contração ou de expansão dos *espaços de influência* dos acionistas minoritários excluídos do controle no âmbito do SDE quanto à intensidade, apenas

---

<sup>16</sup> Instâncias de equacionamento de disputas que dispensam a necessidade de recorrer às instâncias judiciais.

<sup>17</sup> O *rating* é a avaliação da companhia com respeito à adoção de boas práticas de governança corporativa, realizada por organizações especializadas – *agências de rating*. Tal avaliação conduz à qualificação da companhia consoante uma escala predeterminada, de modo a permitir a comparação com outras companhias.

identificando-se as principais *fronteiras de influência* potenciais desses atores no âmbito do SDE, segundo a perspectiva dos 24 entrevistados.

O foco no SDE - ainda que aspectos referentes a outros sistemas de governança corporativa aflorem no âmbito da pesquisa – e, no âmbito do SDE, na AG, no conselho de administração (em maior profundidade) e na área de RI<sup>18</sup> constituiu o terceiro critério de delimitação do escopo da pesquisa. Não foi contemplado o conselho fiscal<sup>19</sup>, em que pese sua relevância como instrumento de fiscalização por acionistas minoritários excluídos do controle, ainda que aspectos referentes à atuação desse conselho tenham surgido; tampouco se focalizaram a presidência e as diretorias, com exceção da diretoria (área) de RI.

Como quarto critério de delimitação do escopo da pesquisa, considerou-se que a influência de acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE pode, a princípio, ser exercida sem a necessidade de recorrência ao Poder Judiciário, à CVM, à ANIMEC - associação que representa os interesses dos investidores do mercado de capitais nacional -, à imprensa, ou a outra entidade com poder de convencimento e/ou coercitivo, ainda que aspectos referentes à atuação dessas entidades de mercado tenham recebido atenção.

A seguir, justifica-se a escolha dos desafios de governança corporativa endereçados, do problema e dos objetivos de pesquisa, com base em cinco argumentos. O primeiro é que a investigação propiciou uma oportunidade ímpar de exploração multiangular de tópicos relevantes para a governança corporativa das companhias abertas nacionais e para conhecimento de características relevantes do mercado de capitais doméstico, tais como instâncias formais de decisão e de relacionamento com investidores, *acordos de acionistas*, transparência informacional, práticas específicas de governança corporativa e, ainda, a legislação, a regulamentação e a democratização do mercado.

O segundo argumento visto é que a resolução da primeira parte do problema de pesquisa – *a avaliação da importância do SDE de companhias com ações em bolsa de valores, em dimensões relevantes* – contemplou um dos sistemas mais importantes de governança

---

<sup>18</sup> A área de RI é regulamentada via instrução 202 da CVM (06/12/93), artigos 5º. e 6º. Para que uma companhia possa ser registrada na CVM, o *estatuto social* ou o conselho de administração devem atribuir a um dos diretores a função de relações com o mercado, exercida cumulativamente ou não com outras. Tal profissional será responsável pela prestação de informações aos investidores, à CVM, à *bolsa de valores* (caso a companhia esteja listada em *bolsa*), bem como pela atualização do registro de companhia.

<sup>19</sup> A *Lei das SA's*, no artigo 161, institui a obrigatoriedade do conselho fiscal no *estatuto*, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado, a pedido de acionistas. Quando o funcionamento do conselho não for permanente, poderá ser solicitado por acionistas que representem no mínimo 10% das ações com direito a voto ou 5% das ações sem direito a voto e cada período de funcionamento terminará na primeira assembléia após sua instalação. Acionistas minoritários titulares de 10% das ações com direito a voto e titulares de ações preferenciais terão o direito de eleger, em separado do acionista majoritário, um membro do conselho fiscal e seu suplente.

corporativa de uma companhia aberta, responsável pela estratégia e pelas decisões estratégicas organizacionais. Ao focalizar o SDE, o presente estudo contribui para elucidar vários aspectos relevantes desse sistema.

A resolução da segunda parte do problema – *a identificação dos principais limites potenciais de influência dos acionistas minoritários excluídos do controle na construção do SDE, segundo as percepções de diferentes atores* – é o terceiro argumento apresentado e implicou a consideração dos interesses de um universo de agentes de grande importância para o desenvolvimento do mercado de capitais e da economia nacional: os acionistas minoritários. Os resultados da pesquisa (exploratória) podem subsidiar estudos a serem desenvolvidos por entidades de mercado e pelas próprias companhias abertas, objetivando ampliar a adoção de boas práticas de governança corporativa.

O quarto argumento mostrado é que a investigação relativa à legislação, à regulamentação e à democratização do mercado de capitais nacional incorporou a descrição de aspectos que permitiram melhor compreender, segundo a perspectiva dos entrevistados – *insiders e outsiders* – o contexto institucional brasileiro. Ressaltam-se, em especial, os aspectos culturais que dificultam a democratização do mercado de capitais – o acesso de maiores parcelas da sociedade brasileira aos seus benefícios -, assim como as alternativas vislumbradas pelos entrevistados visando maior democratização do mercado.

A proposta de representação da arquitetura organizacional explicitada no âmbito desta dissertação, quinto e último argumento apresentado, constitui uma forma estruturada de tratamento de diferentes questões da esfera da governança corporativa das companhias abertas e poderá ser considerada em estudos acadêmicos ou não, aplicados ao contexto de companhias e em pesquisas patrocinadas ou desenvolvidas por entidades de mercado. Tal proposta contempla um conjunto de *sistemas de governança corporativa*, responsáveis pelas *grandes funções* de governança corporativa relacionadas na presente introdução, com destaque para o SDE.

Esta dissertação foi desenvolvida em quatro capítulos, além da introdução. O capítulo 2 apresenta o referencial teórico, o qual inclui: 1. o conceito de custos de transação, os mecanismos de governança e as instituições de uma economia capitalista (tópicos preparatórios para a compreensão dos subseqüentes); 2. o *movimento pela governança corporativa* nos EUA, no Reino Unido, na Alemanha, na França e no Japão; 3. um conjunto de teorias sobre governança corporativa pesquisadas na literatura acadêmica; 4. uma explanação sobre o panorama da governança corporativa em âmbito nacional; 5. a síntese dos conteúdos anteriores.



A metodologia de pesquisa é definida no capítulo 3, abrangendo: 1. características gerais, como tipo e critérios de qualidade; 2. coleta de dados, em suas diversas etapas; 3. desenho metodológico, incluindo-se a descrição detalhada da chamada *estrela* de Galbraith (1995), destinada à análise da arquitetura (projeto) de organizações, que foi transposta ao SDE, especificamente, ao ambiente de governança corporativa organizacional.

O capítulo 4 traz a análise dos resultados da pesquisa, que abarca: 1. a análise das respostas apresentadas pelas cinco categorias de entrevistados, discriminadas por categoria; 2. a resolução do problema de pesquisa, segundo a perspectiva das cinco categorias; 3. a síntese das respostas às questões comuns aplicadas às cinco categorias, destacando-se os aspectos mais relevantes; 4. as bases da proposta de uma forma de representação da arquitetura organizacional que reconhece a existência da dimensão da governança corporativa.

As considerações finais do estudo estão no capítulo 5 e contemplam: 1. os destaques da análise dos resultados, atrelados ao referencial teórico apresentado, assim como as perspectivas emergentes de estudo da governança corporativa identificadas na teoria; 2. a proposta de representação da arquitetura organizacional acima citada; 3. possíveis desdobramentos práticos da resolução do problema de pesquisa e dos demais aspectos identificados; 4. a descrição das limitações da pesquisa; 5. as possibilidades de futuras investigações em governança corporativa, doze potenciais problemas de pesquisa.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Considerações gerais

Governança corporativa é um tema complexo e de natureza multidisciplinar. Yamamoto e Almeida Prado (2003, p. 42) afirmam que “já se observava, em 1960, a utilização do termo *corporate governance* no sentido de orientação das políticas de estrutura e funcionamento das empresas, e que mal traduzido para o português acabou por se consagrar como governança corporativa”.

Bernardes (2003, p. 39) argumenta que

nos anos recentes, tal conceito foi disseminado não só entre os administradores, mas também entre economistas, sociólogos, contadores e no âmbito do direito. De tão utilizado, tal conceito passou a funcionar quase como um amálgama que toma diversas formas e, por isso tem esvaziado sua identidade e significado.

Governança corporativa é um constructo<sup>20</sup> composto por variáveis de diversos campos de conhecimento como economia, finanças, contabilidade, teoria organizacional, direito, sociologia, ética, comunicação e teoria da informação. O presente referencial teórico reflete alguns aspectos da complexidade mencionada.

A literatura acadêmica identifica quatro modelos de governança corporativa: 1. modelo financeiro; 2. modelo dos públicos relevantes (*stakeholders*); 3. modelo político; 4. modelo de procuradoria. Cada um dos modelos citados abriga um amplo e sólido conjunto de trabalhos teóricos e baseados em pesquisas, parte das quais é contemplada nesta dissertação.

À luz dos quatro modelos citados, a pesquisa bibliográfica que respalda o referencial teórico apresenta, a título de maior esclarecimento, os quatro modelos em tela, e ainda, sete visões relacionadas com ou desdobradas a partir dos mesmos<sup>21</sup>: 1. visão do *nexus* de contratos; 2. visão esclarecida dos públicos relevantes (*enlightened stakeholders theory*); 3. visão da economia dos custos de transação; 4. visão do *capitalismo fiduciário*; 5. visão informacional; 6. visão do poder; 7. visão cultural.

A figura 2 ilustra o exposto, evidenciando o elo que os interliga os modelos e visões – as *regras do jogo* definidas segundo o institucionalismo de North (1990), discutido na dissertação.

<sup>20</sup> Categoria que somente pode ser compreendida a partir do estudo de um conjunto de conceitos.

<sup>21</sup> As visões citadas não configuram modelos (não se verifica uma acumulação de literatura acadêmica que confira às mesmas tal *status*), estando aqui associadas aos quatro modelos principais.

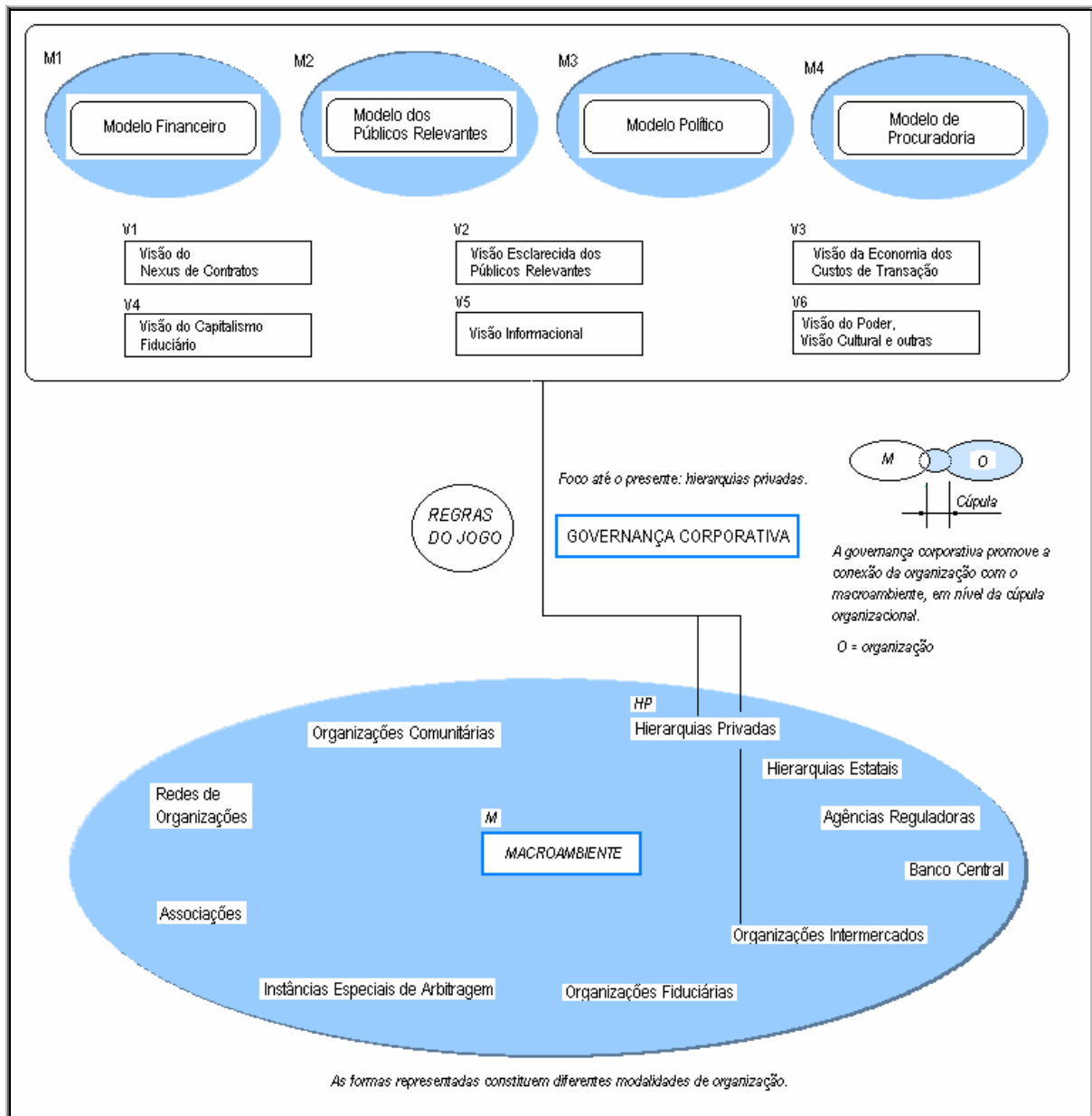


Figura 2 – Modelos e visões de governança corporativa

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

Nota - Reconhecendo que os modelos e visões apresentados podem ser abordados consoante diferentes *formas organizacionais* (adequando-se às suas especificidades), a presente dissertação prioriza a governança corporativa das companhias abertas, que, em geral, são hierarquias privadas e *organizações intermercados*<sup>22</sup> (bancos e organizações financeiras congêneres, especificamente). Os modelos e visões indicados não são estanques entre si e não esgotam as possibilidades.

Sobre a figura 2, são tecidos seis comentários. O primeiro comentário é que freqüentemente, conforme ponderam Hawley e Williams (2000), a visão do *nexus* de contratos é tratada como sinônima do modelo financeiro. Ocorre que o *nexus* de contratos considera não

<sup>22</sup> Como exemplos de *organizações intermercados*, ressaltam-se: *bolsas de valores, de mercadorias*, os bancos e outras organizações financeiras. Como exemplos de organizações fiduciárias, apresentam-se: fundos de pensão, companhias seguradoras, fundos e clubes de investimento.

apenas o contrato entre quem detem a propriedade e quem comanda a organização, mas todo o conjunto de contratos que permeia a organização.

O segundo comentário relacionado com a figura 2 é que a visão esclarecida dos públicos relevantes pode ser vista como um desdobramento dos modelos financeiro e dos públicos relevantes (*stakeholders*), constituindo uma tentativa de acomodação dos pressupostos de ambos os modelos.

O terceiro comentário é que a economia dos custos de transação contempla pressupostos dos modelos financeiro e dos públicos relevantes, focalizando, em especial, a necessidade de inserção, na *cúpula* das organizações, de atores que detenham, efetivamente, ativos relevantes para as mesmas, alertando quanto ao risco inerente à inserção de outros atores.

O quarto comentário é que a visão do *capitalismo fiduciário* também contempla pressupostos dos modelos financeiro e dos públicos relevantes, mas introduz o aspecto da grande participação de *investidores institucionais* na governança corporativa das companhias e seus desdobramentos. Tal visão, tal como enunciada, reflete o estágio atual do capitalismo norte-americano.

O quinto comentário é que a visão informacional complementa os quatro modelos em tela em aspectos como a integridade das informações que chegam aos conselhos de administração e a transparência informacional (*disclosure*) para o mercado de capitais e para públicos relevantes (*stakeholders*) em geral.

O sexto comentário tecido sobre a figura 2 é que as categorias e variáveis não são privativas de um único modelo ou visão de governança corporativa. *Ex expositis*, inúmeros autores utilizam simultaneamente em seus estudos a linguagem de mais de um modelo ou visão, o que significa que não são *puros*.

A primeira etapa do referencial teórico contempla: 1. a emergência do conceito de custos de transação de Coase (1937); 2. a economia dos custos de transação de Williamson (1985, 1996); 3. os mecanismos de governança<sup>23</sup> da economia de Hollingsworth e Boyer (1997), à luz de uma perspectiva mais ampliada dos mesmos; 4. as instituições ou *regras do jogo* que balizam o funcionamento dos mecanismos de governança, segundo a perspectiva de North (1990).

Esta primeira etapa estabelece fundamentos econômicos essenciais ao desenvolvimento das etapas posteriores, permitindo caracterizar o que é governança –

---

<sup>23</sup> As expressões *mecanismos de governança* e *estruturas de governança* são aqui usadas como sinônimas.

conceito que difere de governança corporativa, e ainda, embasando a descrição dos modelos e visões de governança corporativa apresentados, influenciados de forma explícita ou implícita pela economia dos custos de transação e pelas *regras do jogo*.

A segunda etapa focaliza o tema governança corporativa, dividindo-se em três fases. Na primeira, descreve-se, em linhas gerais, a emergência de um *movimento pela governança corporativa* nos EUA, nos anos oitenta, com ênfase no episódio que contribuiu para uma reação de grandes *investidores institucionais* contra desmandos corporativos (o *caso Texaco*), apresentando a expansão da governança corporativa em regiões desenvolvidas como os EUA, o Reino Unido, a Alemanha, a França e o Japão.

Na segunda fase, descrevem-se os modelos e visões de governança corporativa preliminarmente citados, na seqüência: 1. visão do *nexus* de contratos; 2. modelo financeiro; 3. modelo dos públicos relevantes (*stakeholders theory*); 4. visão esclarecida dos públicos relevantes (*enlightened stakeholders theory*); 5. visão da economia dos custos de transação; 6. visão do *capitalismo fiduciário*; 7. modelo político; 8. modelo de procuradoria; 9. visão informacional; 10. outras visões (do poder, cultural e outras perspectivas).

Já a terceira fase da segunda etapa do referencial teórico apresenta uma descrição do panorama nacional da governança corporativa, contemplando sucintamente aspectos históricos e culturais, características da governança corporativa das companhias abertas no Brasil e uma descrição dos principais indicadores de um *movimento nacional pela governança corporativa*, pautado pelo engajamento e apoio de importantes organizações como a CVM, a BOVESPA e o IBGC.

## 2.2 Governança, mecanismos de governança e instituições

Coase (1937) observa que, fora da firma<sup>24</sup>, movimentos de preços dirigem a produção, coordenada através de transações de troca no mercado. Mas, dentro da firma, as transações de mercado são eliminadas, entrando em cena o empreendedor-coordenador, cujas decisões resultam no direcionamento da produção. Assim, o autor identifica dois métodos alternativos de coordenação da produção: o mecanismo de preço e a firma. Se o primeiro fosse suficiente, a segunda não seria necessária.

Para Coase (1937), a firma emerge quando o empreendedor que adquire um bem ou serviço não pode prever com exatidão os detalhes do mesmo, no presente. Em tais

---

<sup>24</sup> A palavra *firma* é usada nesta dissertação com o sentido genérico de *organização para fins lucrativos*.

circunstâncias, o contrato de curto prazo se torna insatisfatório, e o contrato de longo prazo destina-se a evitar a incorrência de custos de transações de mercado, apesar da dificuldade de prever o que fará a contraparte futuramente nesse tipo de contrato. O contrato de longo prazo estabelece os limites de ação do contratado, mas não especifica os detalhes do produto/serviço. É mais óbvio na prestação de serviços, na contratação do trabalho humano.

Segundo Coase (1937), as transações de mercado abrangem determinados custos, como aqueles necessários para descobrir quais preços são relevantes, bem como os custos associados à negociação e ao fechamento de contrato para cada transação realizada. O autor observa que os contratos não são eliminados quando existe uma firma; entretanto, são internalizados e consideravelmente reduzidos.

Coase (1937) afirma que constituir uma organização é admitir alguma autoridade para direcionar recursos econômicos, economizando custos de transações no mercado. A falha do empreendedor-coordenador em obter a economia mencionada na disponibilização de um produto/serviço remete ao mercado o *papel* da produção. A firma, segundo Coase, consiste de um sistema de relacionamentos que passam a existir quando a direção dos recursos é dependente de um empreendedor.

Coase (1937) ressalta a influência do governo e de entidades reguladoras sobre as transações de mercado e as transações internalizadas pela firma, por exemplo, via cobrança de tributos e taxas. Pondera que tal influência pode favorecer a internalização, acelerando o crescimento da firma. O crescimento da firma está, na perspectiva do autor, vinculado à internalização e à externalização de transações. O governo e os reguladores e suas políticas de racionamento e de incentivo a setores determinados podem afetar o crescimento da firma, mas não são os determinantes da criação da mesma.

Explicada a origem da firma, Coase (1937) busca explicar a necessidade das transações de mercado. Segundo o autor: 1. quando a firma cresce, os custos de organização de transações internas se elevam; 2. com o crescimento da firma, o empreendedor-coordenador passa a falhar na alocação dos fatores de produção, não obtendo o melhor uso para os mesmos; 3. o preço de suprimento pode se elevar, em função de outras vantagens de firmas menores. Os três fatores citados ainda explicariam, segundo Coase, o fato de não existir uma única firma capaz de atender a todas as necessidades da economia.

O conceito de custos de transação, introduzido por Coase (1937), é ampliado por Williamson (1985), para incorporar a perspectiva *ex post* dos contratos. O segundo autor afirma que a economia dos custos de transação se aplica ao estudo de organizações

econômicas de todos os tipos; entretanto, o autor focaliza as *instituições econômicas do capitalismo*: mercados, firmas e a *miríade* de formas intermediárias entre esses dois limites. Tais instituições têm como principal finalidade e efeito economizar custos de transação, embora o autor admita existirem outras finalidades, além da principal.

Williamson (1985) observa que os custos de transação diferem dos custos de produção, constituindo o *equivalente econômico* do atrito nos sistemas físicos. Entretanto, conforme pondera o autor, enquanto o físico tem sido lembrado quanto à existência do atrito constantemente em seus laboratórios e no mundo real, o mesmo não ocorre com os economistas relativamente aos custos de transação inerentes à operação do sistema econômico.

Segundo Williamson (1985) custos de transação são custos de contratação *ex ante* e *ex post*. Os primeiros se referem aos esforços de delineamento, negociação e salvaguarda de um contrato. Para o autor, contratos podem ser feitos com grande cuidado, elaborando-se uma documentação que preveja numerosas contingências e adaptações futuras, previamente acordadas entre as partes. Entretanto, contratos são imperfeitos e incompletos, com espaços a serem preenchidos quando surgirem imprevistos.

Williamson (1985) afirma que as salvaguardas podem assumir diferentes formas – das quais a mais comum é a propriedade por meio da hierarquização. Os atores organizacionais podem preferir internalizar transações, ao invés de transacionar no mercado. A economia dos custos de transação pressupõe que é factível reduzir ou economizar custos de transação, por meio da internalização de atividades. A firma é, portanto, a estrutura de governança que resulta da internalização de transações.

Williamson (1985) também afirma que as limitações da tese do *centralismo legal*, que remete aos tribunais a resolução de disputas contratuais, implicam a necessidade de cômputo dos custos de contratação *ex post*, que podem ser: 1. custos de má adaptação incorridos quando transações extrapolam o alinhamento da curva de mutação contratual; 2. custos de barganha quando se fazem esforços bilaterais para corrigir desalinhamentos *ex post*; 3. custos de estabelecimento e administração associados às estruturas de governança; 4. custos de garantia de compromissos.

Segundo Williamson (1985), custos de transação *ex ante* e *ex post* são interdependentes, devendo ser tratados como simultâneos e, não, seqüenciais. Ademais, ambos os tipos de custos são, freqüentemente, difíceis de quantificar. Tal dificuldade é, para o autor, mitigada pelo fato de que custos de transação são sempre tratados em bases

comparativas: uma forma contratual pode ser comparada a outra, sem um ferramental matemático sofisticado.

Na perspectiva de Williamson (1985), é impossível concentrar toda a ação relevante em contratos *ex ante*. Os atributos comportamentais dos agentes humanos – notadamente a *racionalidade limitada* e o *oportunismo*, assim como os atributos complexos das transações – a *especificidade de ativos*, evidenciam a necessidade de conferir grande atenção à fase de execução de contratos.

No que concerne aos atributos comportamentais supracitados, para Williamson (1985), a economia dos custos de transação assume que os agentes humanos pretendem ser racionais, mas são limitados quanto a essa pretensão. Ademais, agentes humanos são oportunistas; quando as condições propícias se apresentam, podem agir pautados pela busca de benefícios monolaterais, obtendo vantagens sobre outros.

Williamson (1985) considera que a condição mais crítica que afeta as transações se manifesta quando a negociação envolve investimentos não triviais em ativos específicos, no sentido de que a sua realocação é onerosa ou mesmo inviável. Nesse caso, as partes envolvidas estão, efetivamente, operando em uma relação de negócios bilateral. Harmonizar contratualmente os interesses das partes, de modo a contemplar os quesitos de adaptabilidade e continuidade, torna-se, para Williamson, a real fonte de valor econômico.

Ao tratar do *papel* da estratégia na economia dos custos de transação, Williamson (1996) afirma que as diversas abordagens sobre o tema podem ser reunidas em duas tipologias básicas: 1. *estrategização*, contemplando questões relativas a poder, como novas políticas e competitividade externa; 2. *economização*, contemplando questões relativas a eficiência, como custos de produção e custos de governança.

Na perspectiva de Williamson (1996), a primeira tipologia só é relevante para as firmas com poder de mercado, as quais representam uma fração do total. Ademais, a primeira tipologia raramente prevalecerá se implicar em custos excessivos de produção, distribuição e organização. A segunda tipologia de estudo da estratégia é, para o autor, a mais relevante, baseando-se na economia dos custos de transação.

Hollingsworth e Boyer (1997) apresentam sua visão ampliada acerca dos mecanismos de governança ou coordenação de atividades econômicas. Economias capitalistas registram uma multiplicidade de transações entre indivíduos, organizações e governos, cujo objetivo é o desenvolvimento, a produção e a distribuição de produtos e serviços. Tais transações envolvem o equacionamento rotineiro de questões como: 1. levantamento de capital; 2. determinação da quantidade produzida; 3. estabelecimento de remunerações e de



outras condições de emprego; 4. padronização de produtos; 5. estabelecimento de preços; 6. comunicação com os consumidores acerca da qualidade de produtos.

Segundo os autores, a coordenação econômica de atividades ou governança é o processo pelo qual tais questões são gerenciadas entre diversos agentes. Hollingsworth e Boyer (1997) enriquecem a perspectiva de Williamson (1985) quanto às estruturas de governança existentes - já que esse, mesmo reconhecendo a existência de múltiplos mecanismos de governança na economia, concentra-se nos mercados, nas hierarquias e nas estruturas intermediárias -, para contemplar as hierarquias estatais, as comunidades, as redes constituídas para objetivos econômicos determinados (enquadradas genericamente no conjunto das chamadas estruturas intermediárias de Williamson) e as associações.

Hollingsworth e Boyer (1997) afirmam que grande parte da literatura acadêmica sobre coordenação econômica encontra-se fragmentada; de suas reflexões sobre as várias formas de coordenação econômica preconizadas pela literatura, resulta a matriz da figura 3, em que se representam os modos de coordenação e governança da economia.

No eixo vertical, representa-se a motivação para a ação, indicando-se as posições econômicas de um agente preocupado com seus próprios interesses (parte superior) e de um agente preocupado com a coletividade (parte inferior). No eixo horizontal, representa-se o modo de coordenação de atividades econômicas, indicando-se as estruturas horizontais, caracterizadas pela diluição de poder (à esquerda) e as estruturas verticais, pela concentração de poder (à direita).

As estruturas 1 e 2, respectivamente os mercados e as hierarquias privadas, são caracterizadas precipuamente pela preocupação dos agentes com seus próprios interesses, em contraposição às estruturas 3 e 4, respectivamente comunidades e o Estado, caracterizadas pela preocupação dos agentes com interesses coletivos. A estrutura 3, comunidades, segundo Hollingsworth e Boyer (1997), constitui uma perspectiva não convencional para economistas, mas não para antropólogos, cientistas sociais e sociólogos.

Segundo Hollingsworth e Boyer (1997), o Estado é um mecanismo de coordenação que sanciona e regula os demais, definindo os direitos de propriedade e as políticas monetária e fiscal do país e, eventualmente, envolvendo-se em atividades de produção. Ao discorrerem sobre a polarização mercados *versus* Estado, os autores focalizam a grande diferença entre os dois mecanismos: o primeiro é baseado em trocas voluntárias entre agentes, e o segundo, em coerção e poder.

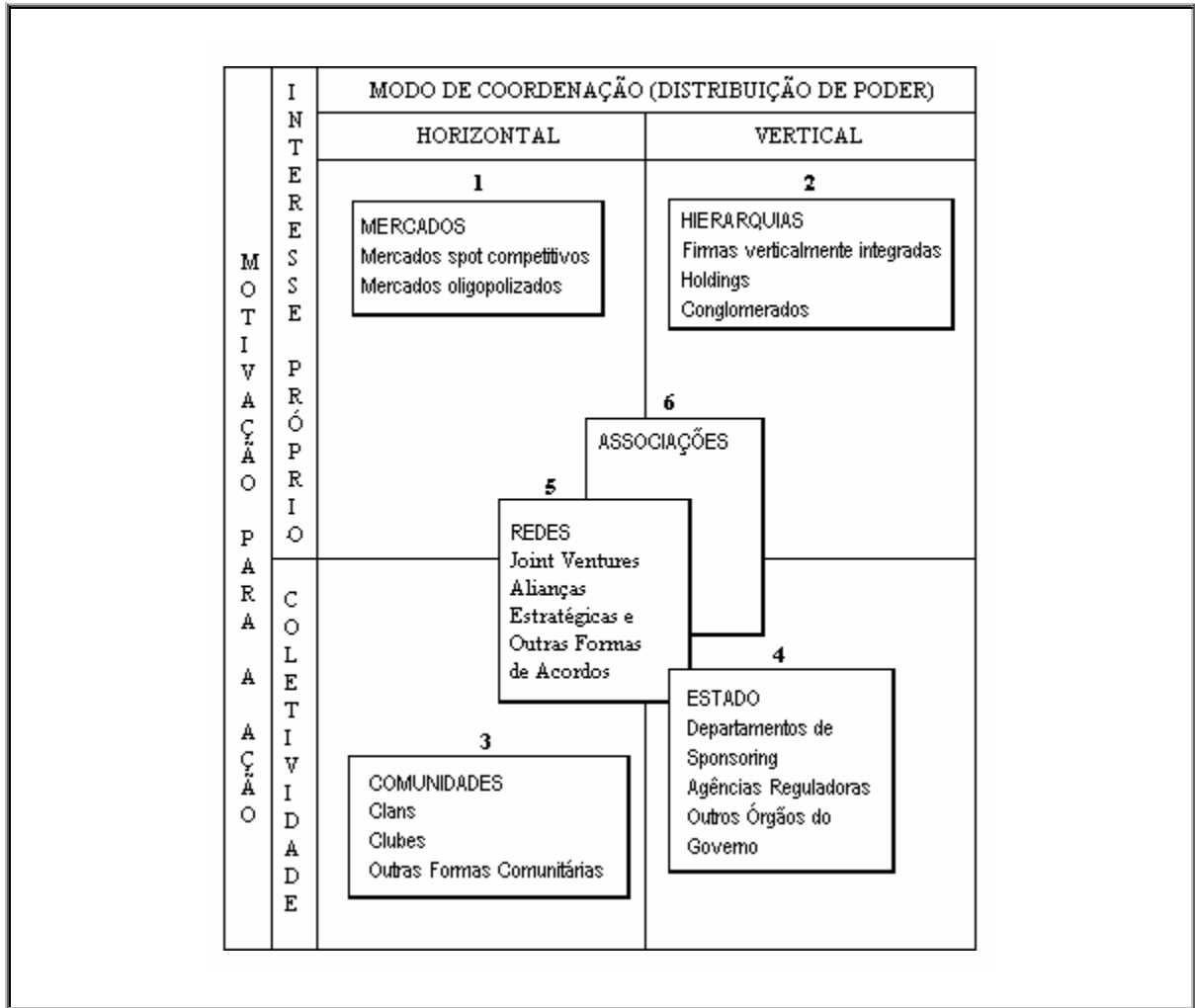


Figura 3 – Modos de coordenação e governança

Fonte: HOLLINGSWORTH E BOYER, 1997, p. 9 e 12, adaptada pela autora da dissertação.

Hollingsworth e Boyer (1997) ainda identificam, na figura 3, as estruturas 5 e 6, respectivamente as redes e as associações. As redes, de acordo com os autores, exibem diversas composições de interesses próprios e coletivos. Podem apresentar desequilíbrio de poder entre participantes e ser constituídas por todos os tipos de agentes.

No que concerne às associações, segundo Hollingsworth e Boyer (1997), as mesmas são mecanismos formais que tipicamente coordenam atividades desenvolvidas por atores engajados em atividades similares. Segundo os autores, as associações de negócios e os sindicatos de trabalhadores são as formas mais comuns de associações presentes nas economias capitalistas.

Hollingsworth e Boyer (1997) afirmam que todos os mecanismos de governança são imperfeitos e atuam de forma combinada, em conformidade com os objetivos, recursos e

características dos produtos gerados pela economia. A figura 4 apresenta uma síntese dos tipos de falha inerentes a cada mecanismo de governança.

Os mercados, segundo Hollingsworth e Boyer (1997), necessitam de um arcabouço legal mínimo, implementado pelo Estado; a taxação se apropria de uma parte da riqueza derivada dos incentivos propiciados pelos mercados. Para os autores, a eficiência dos mercados é pequena para *produtos públicos* como educação, pesquisa, inovação, transporte, infra-estrutura e outros.

As hierarquias privadas, no âmbito das quais se enquadram as firmas (e as companhias abertas), apresentam falhas relevantes, enfatizando-se o propiciamento de comportamentos oportunistas, a lentidão para reagir a mudanças no ambiente externo e geração de frustrações e desigualdades entre os atores.

As hierarquias estatais também apresentam falhas importantes aqui ressaltadas, como a eventual priorização de interesses particulares em detrimento dos interesses públicos, ineficiências e custos elevados em prestações de serviços e a outorga de privilégios a públicos especiais.

Caracterizados os múltiplos mecanismos de governança da economia e suas falhas, desenvolve-se, a seguir, a perspectiva institucional, consoante North (1990), o qual propôs uma estrutura que objetiva analisar a influência das instituições sobre o desempenho econômico de uma economia e sobre as diferenças entre economias distintas. Segundo North (1990, p. 3):

As instituições são as regras do jogo em uma sociedade ou, mais formalmente, os restritores humanamente estabelecidos que modelam a interação humana. Em conseqüência, elas estruturam incentivos nas trocas humanas, quer sejam políticas, sociais ou econômicas. Mudanças institucionais modelam a forma pela qual as sociedades evoluem no tempo e, conseqüentemente, são a chave para compreender as mudanças históricas.

A influência das instituições sobre os mecanismos de governança pode ser percebida na figura 4, em que Hollingsworth e Boyer (1997) apontam as falhas dos diversos mecanismos de governança. Na perspectiva de North (1990), as instituições ou *regras do jogo* contribuem para reduzir a incerteza, ao proverem uma estrutura para o dia-a-dia, e constituem um guia para as interações humanas.

MECANISMOS DE GOVERNANÇA	FALHAS
1 – MERCADOS	<ul style="list-style-type: none"> <li>❑ Instrumentos de pressão: necessitam dos mesmos internamente e facilitam fraudes e a competição imperfeita</li> <li>❑ Produtos públicos e externalidades: não conseguem prover produtos como educação, pesquisa, inovação, transporte, infra-estrutura e outros; não monitoram adequadamente a mudança tecnológica e a inovação</li> <li>❑ Eficiência: não propiciam relações sociais básicas</li> <li>❑ Igualdade: facilitam a desigualdade de receitas e de riqueza</li> </ul>
2 – HIERARQUIAS PRIVADAS	<ul style="list-style-type: none"> <li>❑ Instrumentos de pressão: podem propiciar comportamento oportunista</li> <li>❑ Produtos públicos e externalidades: os custos de governança podem exceder os benefícios da divisão interna de trabalho. São lentas para reagir a mudanças ambientais</li> <li>❑ Eficiência: são deficientes em cooperação</li> <li>❑ Igualdade: propiciam a multiplicidade de pessoas controladoras, gerando frustração e desigualdade</li> </ul>
3 – COMUNIDADES	<ul style="list-style-type: none"> <li>❑ Instrumentos de pressão: exigem confiança e lealdade, freqüentemente vinda de fora (família, religião, etnia)</li> <li>❑ Produtos públicos e externalidades: podem internalizar alguns tipos de produtos públicos (como qualidade e treinamento), mas não todos. Os membros tem capacidade limitada para a inovação</li> <li>❑ Eficiência: alguns produtos não podem ser distribuídos a custos reduzidos</li> <li>❑ Igualdade: podem retardar o desenvolvimento</li> </ul>
4 – ESTADO	<ul style="list-style-type: none"> <li>❑ Instrumentos de pressão: necessita de controles externos para coibir abusos. Interesses específicos podem sobrepujar interesses públicos</li> <li>❑ Produtos públicos e externalidades: podem prover bens públicos, mas em quantidades inadequadas. Podem falhar na indução da mudança tecnológica</li> <li>❑ Eficiência: podem ser altamente burocrático e disponibilizar produtos de alto custo</li> <li>❑ Igualdade: pode admitir desigualdade de poder e privilégios</li> </ul>
5 – ASSOCIAÇÕES	<ul style="list-style-type: none"> <li>❑ Instrumentos de pressão: geralmente necessitam do Estado. Podem propiciar o surgimento de cartéis</li> <li>❑ Eficiência: não facilitam a eficiência alocativa</li> <li>❑ Igualdade: estruturas de associação podem propiciar a desigualdade</li> </ul>
6 – REDES	<ul style="list-style-type: none"> <li>❑ Instrumentos de pressão: exigem uma autoridade externa. Podem facilitar cartelização e monopólio</li> <li>❑ Produtos públicos e externalidades: fracas na provisão de mercadorias coletivas</li> <li>❑ Eficiência: são lentas em adaptação, exceto indústrias cuja tecnologia é complexa e muda rapidamente</li> <li>❑ Igualdade: fracamente desenvolvidas, tendem a ampliar a desigualdade social</li> </ul>

Figura 4 – Falhas dos mecanismos de governança

Fonte - HOLLINGSWORTH E BOYER, 1997, p. 17, adaptada pela autora da dissertação.

As instituições<sup>25</sup> podem ser, segundo North (1990), formais e informais. Compreendem aquilo que os indivíduos são proibidos de fazer e aquilo que poderiam fazer sob determinadas circunstâncias. O autor estabelece uma clara distinção entre instituições – as *regras do jogo* - e organizações – os *jogadores* -, estabelecendo uma analogia com os times de esportes. Organizações, na perspectiva do autor, também oferecem uma estrutura para as interações humanas.

Entretanto, as organizações se desenvolvem e evoluem de acordo com as *regras do jogo*. North (1990) afirma que as organizações podem incluir diferentes entidades, como partidos políticos, o Senado, o conselho de uma cidade, uma agência regulatória, firmas, sindicatos, fazendas familiares, cooperativas, igrejas, clubes, associações atléticas, escolas, universidades e centros de treinamento vocacional. São grupos de indivíduos unidos por uma finalidade comum para alcançar objetivos.

Para o autor, modelar organizações significa analisar estruturas de governança, habilidades e como o aprendizado determinará o desempenho da organização ao longo do tempo. Mas, na perspectiva de North (1990), tanto a finalidade das organizações quanto a forma como elas evoluem são fundamentalmente influenciadas pela instituições ou *regras do jogo*. Ao mesmo tempo, as organizações também influenciam a forma como as instituições evoluem.

A teoria institucional de North (1990) é erigida sobre dois pilares: uma teoria do comportamento econômico humano e uma teoria sobre os custos de transação<sup>26</sup>. No que concerne ao comportamento econômico humano<sup>27</sup>, o autor apresenta uma sólida crítica à *teoria das expectativas racionais*, que pressupõe a existência de sistemas cognitivos que permitem a construção de modelos de previsão de comportamento humano.

Para North (1990, p. 17), as decisões humanas são tomadas a partir de motivações mais complexas: indivíduos fazem escolhas baseadas em *modelos* subjetivos, que variam de

---

<sup>25</sup> O conceito de *instituição* pode apresentar diversos significados: 1. Williamson (1985, 1996) utiliza a palavra para designar as *instituições econômicas do capitalismo*: mercados, firmas e estruturas intermediárias; 2. Hollingsworth e Boyer (1997) utilizam a expressão *arranjos institucionais*, referindo-se aos mecanismos de coordenação de atividades econômicas: mercados, hierarquias privadas e estatais, comunidades, associações e redes (para objetivos econômicos determinados); 3. North (1990), autor laureado com o Prêmio Nobel, faz distinção entre instituições ou *regras do jogo* e organizações ou *jogadores*. O autor ainda identifica o sentido de coisa instituída ou criada – a exemplo de leis, regulamentos e procedimentos; 4. Clarkson (1995) refere-se à elaboração de análises de acordo com o nível apropriado: *institucional*, organizacional ou individual. Respeitando as expressões utilizadas pelos autores citados, são aqui assumidos como válidos para fins de desenvolvimento de críticas e comentários pela autora da dissertação os significados considerados por North (1990).

<sup>26</sup> North (1990) afirma que a sua abordagem sobre custos de transação aproxima-se da linha de pesquisa edificada por pesquisadores da Universidade de Washington a qual, tendo Coase (1937) como origem, difere da economia dos custos de transação desenvolvida por Williamson (1985, 1996).

<sup>27</sup> Observa-se que há diversas teorias do comportamento humano subjacentes às diversas teorias econômicas.

pessoa para pessoa e que, em função de informações incompletas, não convergem, na maioria dos casos. Segundo o autor, a habilidade humana de processar informações mentalmente é limitada; ademais, cumpre considerar as motivações dos indivíduos.

No que tange aos custos de transação, North (1990) destaca sua importância em relação à abordagem econômica tradicional, herdada de Adam Smith. Durante duzentos anos, enfatizaram-se, segundo o autor, os ganhos derivados da especialização e da divisão do trabalho, ignorando-se as transações e respectivos custos associados. North (1990) argumenta que, dada sua magnitude e tendência de crescimento na economia, os custos de transação devem ser considerados.

Custos de produção incluem segundo North (1990), os custos de recursos como terra, capital e trabalho, e os custos de transação estão ligados à definição, proteção e garantia de cumprimento (*enforcement*) de direitos de propriedade sobre mercadorias (o direito de usar, de extrair retornos por meio do uso, de excluir e de transacionar). Ao medirem a magnitude dos custos de transação na economia norte-americana, Wallis e North<sup>28</sup>, citados por North (1990), descobriram que mais de 45% da renda do país são custos de transação.

North (1990) pondera que as transações envolvem aquisições de produtos e serviços com atributos ocultos, cuja medição *ex ante* seria dispendiosa; mesmo que todos os indivíduos que transacionam se comportassem segundo uma mesma função objetiva (por exemplo, buscando maximizar a riqueza das firmas), ainda assim haveria custos de transação envolvidos na aquisição das informações necessárias sobre os níveis de atributos de produtos e serviços.

Para o autor, custos de transação abrangem a medição de atributos e garantia de cumprimento de contratos (*enforcement*). North (1990) considera que existem *assimetrias de informações entre os agentes* que, combinadas com a *função comportamental dos indivíduos* – cujas decisões são tomadas com base em *modelos* subjetivos e pessoais, produzem implicações radicais para a teoria econômica e para o estudo das instituições ou *regras do jogo*.

Segundo North (1990), as instituições e a tecnologia constituem a estrutura para as realização de trocas, a qual determina os custos de transação e de transformação (de insumos em produtos e serviços). A influência das instituições abarca desde as trocas mais singelas até as mais complexas, com maior amplitude de espaço, tempo e conjunto de indivíduos afetados. Assim, o arcabouço institucional tem um *papel* crucial no desenvolvimento da economia. A

---

<sup>28</sup> WALLIS, John J.; NORTH, Douglass C. *Measuring the transaction sector in the american economy, 1870 - 1970*. In: S. L. ENGERMAN. S. L. and GALLMAN, R. E. (Eds.). *Long term factors in american economic growth*. Chicago: University fo Chicago Press, 1986.

comparação entre o arcabouço institucional de países como os EUA, a Inglaterra, a França, a Alemanha e o Japão, e outros menos desenvolvidos é crítico para a compreensão do descompasso entre os dois grupos.

À luz do painel previamente delineado, em que se identificam a existência dos custos de transação, os mecanismos de governança da economia (conforme figura 3) e as *regras do jogo*, compõe-se a seguir, passo a passo, com base em diferentes trabalhos acadêmicos, o conteúdo do constructo governança corporativa.

## 2.3 Governança corporativa

### 2.3.1 O movimento mundial pela governança corporativa

O *movimento pela governança corporativa* adquiriu grande força nos EUA, em meados da década de oitenta, e expandiu-se consideravelmente na década seguinte. Conforme observa Carlsson (2001, p. 22):

Durante os anos noventa, o termo governança corporativa tornou-se de uso comum, não apenas nas comunidades de negócios e financeiras, mas também junto ao grande público. Como tantas outras novas idéias, tendências e modismos, a governança corporativa surgiu na Califórnia. [...] A partir da Califórnia, tornou-se mais do que apenas um fenômeno americano. Difundiu-se por todo o mundo – especialmente em meados dos anos noventa.

O caso Texaco, constituiu, segundo Carlsson (2000), um dos mais importantes vetores de impulsão desse *movimento*. Em 1984, a diretoria e o conselho de administração da *Texaco* utilizaram uma prerrogativa legal norte-americana - o *American Companies Act* - para recomprar ações da companhia a um valor substancialmente acima do valor de mercado, de modo a evitar sua aquisição por parte de um acionista minoritário denominado *Bass Brothers*, visto como uma ameaça à posição corporativa de diretores e conselheiros<sup>29</sup>. Segundo o autor, a operação de compra custou aos acionistas da *Texaco* US\$ 137 milhões, correspondentes ao ágio pago aos minoritários da *Bass Brothers* pelas ações.

A operação citada provocou protestos veementes, inclusive na esfera política, e deflagrou o início de um movimento pelo *California Public Employes Retirement System – CalPERS* -, um dos grandes fundos de pensão dos EUA, cujo conselho se posicionou: como

---

<sup>29</sup> Tal operação é referenciada por Carlsson (2001) como uma *greenmail operation*. *Greenmail* significa *chantagem pelo dinheiro*.

investidor de longo prazo, o *CalPERS* não admitiria comportamento similar ao ocorrido na Texaco em outras companhias do seu portfólio de investimentos, esperando ainda que as mesmas adotassem práticas que resguardassem os direitos dos acionistas.

O *CalPERS* iniciou uma atuação mais agressiva, participando de reuniões de conselho para defender seus pontos de vista e usando a sua força política para lutar pelo aprimoramento de diversas questões relacionadas com o mercado de capitais norte-americano e às suas corporações.<sup>30</sup> Carlsson (2001) destaca a introdução pelo *CalPERS* do conceito de *proprietário da ação (share owner)*, em contraposição ao conceito de *detentor da ação (shareholder)*, como forma de enfatizar os direitos dos acionistas das corporações.

Carlsson (2001) observa que o *CalPERS* não modificou sozinho a governança corporativa nos EUA, destacando sua habilidade em cooperar com outros participantes do movimento pela governança corporativa. Entidades como o *State of Wisconsin Investment Board - SWIB* - e o *College Retirement Fund - CREF*, um fundo de pensão de professores - também colaboraram com a criação do *Council of Institutional Investors - CII* - em 1985, a qual pode ser considerada marco inicial da governança corporativa nos EUA e no mundo.

A governança corporativa eclodiu em um ambiente caracterizado pela presença ostensiva dos *investidores institucionais* e pela militância de alguns dos mesmos, conforme também reconhecem Hawley e Williams (2000). Carlsson (2001) demonstra que as ações do *CalPERS*, competente arregimentador de parcerias e competências, implicaram a criação de valor em diversas companhias nas quais a entidade interviu – preliminarmente, aquelas caracterizadas por mau desempenho e má governança corporativa.

Segundo Carlsson (2001), há evidências de que as corporações norte-americanas modificaram-se em função do movimento pela governança corporativa, como: 1. a desativação da *United Shareholders Association - USA*<sup>31</sup>; 2. o maior respeito pelos *investidores institucionais*<sup>32</sup>, em função da legitimidade conquistada pelo *CalPERS* com a criação de valor econômico por diversas companhias sob sua influência; 3. a constatação de que grande parte das corporações norte-americanas tem diretrizes relativas a boas práticas de governança corporativa; 4. a não necessidade de concentração de capital para fins de exercício de influência sobre as corporações (dito de outra forma: a consolidação do *capitalismo fiduciário*).

---

<sup>30</sup> Além do *greenmail*, questões como a dependência entre diretorias e conselhos, proventos de diretores e conselheiros e as chamadas *poison pills*, arranjos para garantir regalias a conselheiros e diretores.

<sup>31</sup> Desativada por ter cumprido sua missão pioneira, segundo o seu conselho.

<sup>32</sup> Quando o *CalPERS* iniciou a militância, seus representantes chegaram a ser recebidos com descaso em algumas organizações, segundo Carlsson (2001).



Se a década de noventa registrou grandes avanços da governança corporativa nos EUA, por intermédio de forças egressas do próprio mercado de capitais, no início do novo milênio, eventos ocorridos em corporações como a *Enron Corporation* e a *WorldCom*, cujos administradores ocultaram dos investidores grandes perdas econômicas decorrentes de baixo desempenho, provocaram comoção e uma grande intervenção do Estado no mercado.

Políticos norte-americanos, preocupados com a crise de confiança decorrente dos *escândalos* citados, que colocaram em cheque o *modus operandi* do capitalismo norte-americano, criaram e aprovaram o *Sarbanes-Oxley Act* (30/07/02), um dispositivo legal rigoroso, que impõe um conjunto de exigências de grande abrangência e impacto, inclusive, no Brasil e em outros países onde há companhias abertas listadas em *bolsas de valores* norte-americanas.

A expansão do *movimento pela governança corporativa* é sintetizada na figura 5, considerando-se as seis regiões distintas que se seguem: EUA, Reino Unido, Alemanha, França e Japão. Características dessas regiões são também sintetizadas, segundo a perspectiva de Carlsson (2001). Tal síntese permite dizer que as características da governança corporativa variam conforme as *regras do jogo* formais e informais vigentes em cada região.

Destaca-se, na figura 5, a relevância do relatório disponibilizado pelo comitê *Cadbury* ao final de 1992, visando a proposição de melhorias em práticas de governança corporativa. Conforme observa Carlsson (2001), o relatório *Cadbury* tornou-se *inspiração* para iniciativas de governança corporativa em muitos países, tendo em vista que: 1. foi desenvolvido no primeiro estágio do *movimento pela governança corporativa*; 2. seu conteúdo era rico, bem estruturado e abrangente; 3. o aspecto de sua implementação esteve em pauta desde o início, já que a elaboração teve patrocínio da *London Stock Exchange*.

O *movimento pela governança corporativa* tem conquistado a adesão de importantes organizações. Para a *Organisation for Economic Cooperation and Development* - OECD (1999), governança corporativa refere-se aos meios internos através dos quais as organizações são operadas e controladas. A OECD (1999) argumenta, ao justificar sua proposta relativa a um conjunto de princípios de governança corporativa, que não há um modelo de boa governança corporativa, mas que, ao mesmo tempo, o trabalho desenvolvido em países-membros e dentro da OECD tem identificado elementos comuns que permeiam uma boa governança corporativa.

**EUA**

- ❑ Movimento pela governança corporativa iniciado nos anos 80 (*caso Texaco, ativismo do CalPERS e de outros players*), com grandes avanços nos anos 90. Escândalos corporativos ocorridos no início do novo milênio (*Enron*<sup>33</sup>, *Worldcom*<sup>34</sup>) culminaram em intervenção do Estado, via *Sarbanes-Oxley Act* (30/07/02)
- ❑ Governança corporativa caracterizada pelo foco em resultados financeiros, *conflito de agência* entre pequenos acionistas e administradores e o *ativismo de investidores institucionais*

**REINO UNIDO**

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

**ALEMANHA**

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

**FRANÇA**

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

**JAPÃO**

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

Figura 5 – Governança corporativa em seis regiões mundiais

Fonte - CARLSSON, 2001, p. 25, adaptada pela autora da dissertação.

<sup>33</sup> Diversas subsidiárias de propósito específico não controladas diretamente pela *holding* abrigavam passivos não refletidos nas demonstrações da companhia, que superestimou lucros e omitiu dívidas relevantes.

<sup>34</sup> A companhia contabilizou um elevado montante de despesas como investimentos, registrando lucro ao invés do prejuízo realmente ocorrido.

Para a CVM (disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)> Acesso em 30 dez. 2003), a governança corporativa é

o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes envolvidas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente, transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Para o IBGC (disponível em: <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)> Acesso em 30 jun. 2003), a governança corporativa é

as práticas e os relacionamentos entre os Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital [e a entidade ainda considera que] a expressão é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais.

No esteio do *movimento pela governança corporativa*, uma profícua produção acadêmica emergiu, principalmente nos EUA (e em grande parte, contemplando os aspectos daquela economia), objetivando uma melhor compreensão do *fenômeno*. A descrição dos modelos e visões de governança corporativa pesquisados para fins da presente dissertação precede a descrição das condições específicas da governança corporativa nacional.

### 2.3.2 Visão do *nexus* de contratos

A primeira visão de governança corporativa aqui apresentada é o *nexus* de contratos, associado mais frequentemente ao modelo financeiro, até porque ambas as perspectivas foram contempladas por Jensen e Meckling (1976) em um clássico artigo sobre as teorias da firma e da *relação de agência* entre proprietários e administradores.

Há autores que conferem um *status* especial ao *nexus* de contratos. Conforme observam Hawley e Williams (2000, p. 97), “o problema central da governança corporativa no modelo do *nexus* de contratos é a gestão dos vários contratos explícitos e implícitos que definem a firma”.

Para Hawley e Williams (2000), o *nexus* de contratos tem constituído uma base de referência para a sugestão de meios de proteção dos direitos de alguns públicos relevantes

(*stakeholders*) da organização; sua formulação tem subsidiado a redefinição da relação entre diretorias, acionistas e empregados.

Segundo Jensen e Meckling (1976), a organização constitui um *nexus* ou conjunto de contratos explícitos e implícitos, que regulam o seu relacionamento com diversos públicos. Os autores afirmam ser relevante reconhecer que as organizações são, em sua maioria, *ficções legais* que servem como *nexus* para um conjunto de relações contratuais entre indivíduos. Tal visão contratual remete ao trabalho de Coase (1937), introdutor do conceito de custos de transação.

Para Jensen e Meckling (1976), a visão da firma como um *nexus* de relações contratuais entre indivíduos serve para refutar a *personalização* da firma, implícita em perguntas como *qual deveria ser a função objetiva da firma?* ou *a firma possui uma responsabilidade social?* A firma, segundo os autores, não é um indivíduo e, sim, uma mera *ficção legal*, o foco de um processo no qual objetivos conflitantes de indivíduos, alguns dos quais *representam* outras organizações, são trazidos ao equilíbrio dentro de um conjunto de relações contratuais.

A visão do *nexus* de contratos oferece, no âmbito do direito, da sociologia e da psicologia, possibilidades de desenvolvimento do tema governança corporativa, principalmente no que concerne aos contratos formais e informais firmados pela organização, como o *estatuto social*, os *acordos de acionistas* e os *códigos de governança corporativa* adotados pelas companhias dentre outros.

O *estatuto* é o primeiro contrato de uma organização, que define sua razão de ser no contexto econômico e social, assim como alguns condicionantes primários que moldarão atividades a serem desenvolvidas. O *estatuto* estabelece aspectos como nome da organização, objetivo social e regras para tomadas de grandes decisões – dentre outros, cruciais para o entendimento do contexto operativo da organização.

Os *acordos de acionistas*<sup>35</sup>, previstos pelo artigo 118 da *Lei das SA's*, regulam o relacionamento entre os mesmos, também dispõem sobre tomadas de decisões e se tornaram freqüentes com diversas privatizações ocorridas no País, que propiciaram a emergência de novos *grupos de controle*. Os *acordos de acionistas* limitam, segundo a *Lei*, a atuação de conselheiros que representem acionistas atrelados ao *grupo de controle*, retirando dos mesmos independência.

---

<sup>35</sup> Há outros instrumentos jurídicos de conciliação e ajustamento de expectativas entre acionistas em organizações, que não são aqui contemplados, a exemplo dos *protocolos de acionistas*.

Já os *códigos de governança corporativa* são definidos por Silveira (2002, p. 151) como “documentos criados por agentes de mercado (investidores institucionais, organismos internacionais, bolsas de valores, associações), que estabelecem regras ou diretrizes para as firmas de forma a aprimorarem sua governança corporativa”.

Rousseau (1995) qualifica o caráter psicológico dos contratos e identifica quatro modalidades de contratos psicológicos em uma organização: 1. o *contrato individual*, um acordo de troca entre o indivíduo e a organização; 2. o *contrato normativo*, firmado entre a organização e conjuntos de membros organizacionais com interesses comuns; 3. o *contrato implícito*, a interpretação que árbitros e juízes fazem com respeito a promessas organizacionais feitas interna e externamente; 4. o *contrato social*, baseado em crenças coletivas quanto ao comportamento apropriado de uma sociedade (como a crença na retribuição de um benefício recebido).

Na perspectiva dos contratos psicológicos, o *estatuto* e os *códigos de governança corporativa* poderiam ser compreendidos como contratos sociais, em que as organizações assumiriam compromissos com públicos relevantes (*stakeholders*), cujo cumprimento deveria ser verificado. O *balanço social* da organização e seus *demonstrativos financeiros* seriam formas estruturadas de prestação de contas aos públicos relevantes.

Segundo Hawley e Williams (2000), o *nexus* de contratos, que visa o equacionamento da criação de riqueza para os diversos provedores de insumos da organização, é freqüentemente visto como sinônimo do modelo financeiro, que importa do mesmo a terminologia contratual. Mas, para os autores, o *nexus* de contratos também pode ser usado para criticar o modelo financeiro, focado no relacionamento entre proprietários e administradores.

### 2.3.3 Modelo financeiro

A *relação de agência* entre proprietários e administradores foi identificada preliminarmente por Berle e Means (1932), em relevante trabalho que contempla o ambiente norte-americano. Os autores destacam o grande poder dos administradores nos EUA, em um contexto caracterizado pela dispersão do capital e pelo significativo contingente de proprietários dependentes de boas decisões dos primeiros.

Reconhecendo a firma como um *nexus* ou conjunto de contratos explícitos e implícitos, que regulam o seu relacionamento com diversos públicos, Jensen e Meckling (1976) elaboraram uma fundamentação robusta, freqüentemente considerada como base de sustentação do modelo

financeiro. Os autores desenvolveram a *relação de agência* entre proprietários e administradores, identificando *custos de agência* na relação em tela, que *destroem* o valor de mercado das firmas, em detrimento dos seus acionistas – principalmente minoritários.

Jensen e Meckling (1976) definem *relação de agência* como sendo um contrato sob o qual uma ou mais pessoas – os *mandatários* - conferem a outra pessoa – o *agente* - a prerrogativa de prestar algum serviço para as mesmas, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisões pelo agente. Para os autores, se ambas as partes do acordo são *maximizadoras de utilidades*, pode-se acreditar que nem sempre o agente atuará em prol dos melhores interesses do *mandatário*.

*Custos de agência*, segundo Jensen e Meckling (1976, p. 86), podem surgir em qualquer situação envolvendo esforços cooperativos de duas ou mais pessoas, mesmo quando a relação entre *mandatário* e *agente* não está perfeitamente delimitada. Para os autores, a relação entre o proprietários e o gerentes de uma firma se enquadra na definição de uma *relação de agência pura*. Assim, tal relação está associada à separação entre propriedade e controle, que caracteriza a moderna corporação.

Para Jensen e Meckling (1976), os *custos de agência* incluem os gastos associados às seguintes necessidades: 1. criação e estruturação de contratos entre o *mandatário* e o agente; 2. monitoramento do agente pelo *mandatário*; 3. obrigações do agente com relação ao *mandatário*; 4. perdas residuais, ou seja, perdas de riqueza do *mandatário* decorrentes da divergência com o agente.

Jensen e Meckling (1976) analisam o efeito da propriedade nos *custos de agência*, comparando os comportamentos de um gerente hipotético que: 1. possui 100% dos direitos de propriedade de uma firma; 2; vende parte dessa propriedade para terceiros. Genericamente, o gerente-proprietário tem duas opções: 1. aumentar gastos com itens não pecuniários, reduzindo os fluxos financeiros residuais das operações; 2. reduzir gastos com itens não pecuniários, aumentando os fluxos financeiros residuais das operações da firma. O *mix* ótimo entre benefícios pecuniários e não pecuniários, na ausência de impostos, é aquele que proporciona ao gerente-proprietário o mesmo poder de compra, em ambas as alternativas.

Se o gerente possui 100% da firma, espera-se que tome decisões que maximizem a utilidade da mesma, das quais decorrerão benefícios pecuniários e não pecuniários, como instalações de trabalho, atratividade de equipes de trabalho, nível de disciplina dos empregados, tipo e quantidade de contribuições caritativas e relações pessoais. Em caso de venda de direitos de propriedade pelo gerente-proprietário, serão originados *custos de agência*, devido à divergência entre o interesse desse gerente e o interesse dos demais proprietários. Tais custos

serão refletidos na riqueza produzida pela firma e no seu valor de mercado. Apesar desses efeitos, o gerente-proprietário poderá ser compensado em termos do seu poder de compra.

Para Jensen e Meckling (1976), à medida que a participação do gerente proprietário decrescer, sua parcela nos resultados decrescerá e isso o encorajará cada vez mais a apropriar-se de grandes parcelas de recursos corporativos, sob a forma de privilégios. Caso o mercado de capitais seja caracterizado por expectativas racionais, os compradores perceberão que o gerente-proprietário aumenta seu nível de consumo de benefícios não pecuniários quando sua participação na propriedade se reduz.

Previendo o comportamento do gerente-proprietário após a venda, os compradores pagarão pela sua participação um valor de mercado inferior ao valor que tal participação teria se a mesma estivesse nas mãos do gerente-proprietário. Os problemas decorrentes da *relação de agência* implicam, portanto, a depreciação do valor da firma e a perda de riqueza dos minoritários, não compensada por benefícios não pecuniários.

Keasey, Thompson e Wright<sup>36</sup>, citados por Hawley e Williams (2000, p. 189), afirmam que “o modelo *mandatário-agente* ou modelo financeiro é a visão acadêmica prevalescente da corporação”. No modelo financeiro, segundo Hawley e Williams (2000), o contrato da firma com os proprietários prevê o recebimento de *retornos residuais* pelos mesmos, após a remuneração de todos os demais fornecedores. Acionistas (*stockholders*) são *reclamantes residuais*, identificados como os únicos proprietários da organização, com direito ao seu controle, para fins de maximização dos retornos residuais recebidos.

A governança corporativa no modelo financeiro, para Hawley e Williams (2000), abrange duas situações: 1. negligência gerencial, caracterizada quando administradores obtêm salários e condições de trabalho além de um patamar de referência de mercado (eventualmente, difícil de ser definido) ou aquém de um bom desempenho esperado; 2. má conduta gerencial, quando administradores atuam efetivamente contra os interesses dos proprietários.

Hawley e Williams (2000) ainda afirmam que as soluções de governança corporativa preconizadas pelo modelo financeiro focalizam sistemas cujo propósito é o de eliminar abusos mais sérios. Tais sistemas: 1. buscam o monitoramento e a avaliação de funções de governança corporativa; 2. fazem uso de instrumentos como conselhos de administração e regras de compensação; 3. podem ser dominados pelo executivo principal da organização, que nesse caso manipula tais elementos a seu favor.

---

<sup>36</sup> KEASEY, Kevin, THOMPSON, Steve, WRIGHT, Mike. *Corporate governance: economic, management and financial issues*. New York: Oxford University Press, 1997.

Schleifer e Vishny (1997, p. 744) empreenderam uma pesquisa ampla sobre governança corporativa em diversos países, baseada em premissas do modelo financeiro. Assim expressam os autores a concepção de governança corporativa considerada em sua pesquisa: “a governança corporativa lida com o problema de agência: a separação entre gestão e finanças. A questão fundamental da governança corporativa é assegurar aos financiadores que eles recebam um retorno sobre os seus investimentos financeiros”.

Destaca-se que uma das contribuições mais relevantes da pesquisa de Schleifer e Vishny (1997) remete ao modelo político de governança corporativa (item 2.3.8). Os autores demonstram a forma como os investidores reagem ao ambiente institucional – especificamente no que concerne à proteção legal dos seus direitos. As formas de reação variam e resultam em desconcentração ou concentração de propriedade.

É importante ressaltar que o problema de agência deve ser relativizado, conforme as condições específicas do mercado que se considera. Leal (2002, p. 59) observa que

a visão clássica da corporação, daquela empresa de propriedade diluída, sem um acionista predominante, é uma coisa que só se observa para algumas empresas americanas. Alguns trabalhos também recentes nos Estados Unidos mostram que boa parte das empresas americanas têm acionistas com mais de 51% do capital votante. Então, a corporação clássica de propriedade diluída não é uma forma de organização que se observa no mundo todo, de maneira predominante, muito menos nos Estados Unidos.

La Porta et al. (1999c) argumentam que o *conflito de agência* entre proprietários (acionistas) e administradores, amplamente tratado pela literatura acadêmica sobre governança corporativa, não é representativo do que ocorre na maioria dos mercados de capitais, onde se verifica elevada concentração de propriedade.

Claessens et al. (1999) pesquisaram evidências de expropriação de acionistas minoritários por acionistas controladores em companhias abertas no leste da Ásia e verificaram que tal risco é o principal problema de agência da região. A concentração da propriedade em mãos de poucas famílias, a separação entre propriedade e controle via mecanismo de criação de duas classes de ações<sup>37</sup>, a utilização de *estruturas piramidais*<sup>38</sup> e as *participações cruzadas* na propriedade das companhias<sup>39</sup> estão associados com um menor valor de mercado das organizações.

<sup>37</sup> Ações com direito a voto e ações com direito a certas prerrogativas (como as ações preferenciais).

<sup>38</sup> A companhia A controla a companhia B que controla a companhia C e, assim, sucessivamente. Tal mecanismo, além de permitir o controle de companhias com pequeno aporte relativo de capital, facilitaria a ocultação de manobras de transferências de valor econômico entre companhias de um mesmo grupo.

<sup>39</sup> A companhia A tem participação no controle da companhia B e vice-versa.



Leal (2002, p. 65) menciona diversas formas de expropriação de acionistas minoritários por acionistas controladores em companhias, como: nepotismo, gastos com preferências pessoais, resistência à venda da companhia quanto essa é solução adequada para os acionistas, administração incompetente e o *tunneling*<sup>40</sup>, ou seja, “a expropriação dos acionistas minoritários através de transferências de recursos e resultados entre empresas, para beneficiar o controlador”.

Procianoy (2003) também contempla o *tunneling*, ao aprofundar-se em *desenhos societários* de companhias abertas nacionais, avaliando implicações negativas desses arranjos para acionistas minoritários. Segundo o autor, sempre que um grupo empresarial abranger mais de uma companhia, isso será visto com desconfiança pelo mercado, que não saberá onde o lucro será alocado e implicará o rebaixamento das cotações das ações das companhias.

Um *recorte* específico do modelo financeiro contempla o *conflito de agência* no âmbito da empresa familiar, que adquire especial relevância no mercado de capitais nacional, caracterizado pela presença de diversas companhias abertas controladas por famílias e *grupos de controle* familiares.

Por um lado, as *companhias abertas familiares* devem ser governadas consoante os requisitos de transparência (*disclosure*) impostos pela legislação e regulamentação que regem o mercado, estando ainda sujeitas à demanda por transparência dos investidores; por outro lado, vislumbra-se a posição das famílias controladoras enquanto acionistas majoritárias com hegemonia sobre o sistema de decisões e com o desafio da tomada de boas decisões.

Segundo Lank (2003b), os vários estudos sobre empresas familiares têm um foco restrito no que concerne ao tema governança corporativa. Ao mesmo tempo, o autor reconhece que a maioria das publicações sobre o tema dedicadas às companhias com ações em *bolsas de valores* aplica-se às empresas familiares. Presentemente, identifica-se uma preocupação de diversas famílias proprietárias com relação à adoção de boas práticas de governança corporativa.

Gersick et al. (1997) descrevem a empresa familiar como a composição de três subsistemas independentes, que apresentam certa interpenetração: empresa (gestão), família e propriedade. Segundo Davis (2003), co-autor desse modelo criado na *Harvard University*, o mesmo incorporou, posteriormente, a dimensão *tempo*, já que: 1. a empresa é *lançada*, expande-se e alcança a maturidade; 2. a família passa pelas etapas de formação organizacional, entrada dos descendentes do fundador, trabalho conjunto e transferência de comando para gestores

---

<sup>40</sup> A expressão vem da palavra túnel, na sua versão em inglês.

profissionais; 3. a propriedade passa pelas etapas do proprietário controlador (fundador), sociedade de irmãos (segunda geração) e consórcio de primos (terceira geração).

Partindo dos três sub-sistemas, Álvares (2003) menciona quatro modalidades de estruturas organizacionais familiares: 1. *estrutura fusionada*, em que a interpenetração dos três sub-sistemas é elevada (existe quase que uma *sobreposição total* dos sub-sistemas); 2. *estrutura indiferenciada*, em que a identidade da família e da empresa se confundem (há grande interpenetração dos sub-sistemas empresa e família); 3. *estrutura diferenciada*, em que a família e a empresa têm identidades próprias (a intersecção entre os três sub-sistemas é moderada); 4. *estrutura separada*, em que há completa separação entre família, empresa e propriedade.

Gersick et al. (2003) observam que os momentos mais desafiadores e cruciais das empresas familiares são os momentos de transição acima mencionados de cada um dos três sub-sistemas – empresa, família e propriedade. Nesses *pontos de inflexão*, são feitas escolhas relevantes, as quais modelarão o futuro organizacional; tais momentos se caracterizam pela necessidade dessas escolhas e pelas elevadas incertezas associadas às mesmas.

De Vries (2003) afirma que as empresas familiares tendem, geralmente, à visão de longo prazo sobre os seus negócios, os quais não são empreendimentos onde se assumem riscos em busca de ganhos de curto prazo. O autor também afirma que os líderes das empresas familiares podem ter uma *visão diferente* sobre seus empregados, clientes, a comunidade e outros públicos, a qual pode afetar a qualidade dos produtos. A exposição do *nome da família* em fachadas de prédios e em produtos amplia a consciência dos líderes quanto ao seu papel na comunidade, conduzindo-os a uma maior proteção de suas reputações.

Mas, segundo Lank (2003a), estudos têm demonstrado que poucas empresas familiares apresentam uma *história de longevidade*, e que poucas empresas têm chegado à segunda geração sob controle da família fundadora, em função de fatores como: 1. a incapacidade para antecipação ou de ajustamento a mudanças no mercado de trabalho; 2. insuficiência de investimentos em pesquisa e desenvolvimento; 3. controle de custos inadequado; 4. falta de acesso a recursos financeiros; 5. gerenciamento financeiro inadequado.

Aires (2003) enumera cinco diretrizes de interesse para a governança corporativa de empresas familiares: 1. atribuir a propriedade da empresa àqueles membros da família que têm aptidão empreendedorista, transferindo-se aos demais *ativos não-operacionais*; 2. preparar e treinar herdeiros para assumirem a gestão da empresa, tanto na direção quanto em conselhos; 3. definir claramente um *plano de negócios* e obter o compromisso dos acionistas de o implementarem; 4. montar uma estrutura jurídica que *canalize* divergências de forma construtiva; 5. instituir mecanismos como *acordos de acionistas*, os quais viabilizem a

atuação do *grupo de controle*, e, concomitantemente, protejam acionistas minoritários contra perdas de valor em sua parte no empreendimento.

O modelo financeiro, em mercados de capitais caracterizados pela elevada concentração de propriedade e pelo contingente expressivo de companhias familiares - a exemplo do mercado nacional -, tem constituído, provavelmente, a principal moldura de tratamento de conflitos entre acionistas majoritários e acionistas minoritários excluídos do controle.

#### 2.3.4 Modelo dos públicos relevantes (*stakeholders theory*)

Clarkson (1995) preconiza a relevância dos públicos relevantes (*stakeholders*) a partir de uma pesquisa feita em 78 estudos de campo sobre desempenho social corporativo, no período 1983 a 1993. As principais conclusões da pesquisa citada são as seguintes: 1. cumpre distinguir entre questões de públicos relevantes (*stakeholders*) e questões sociais. Isso porque as corporações e seus administradores gerenciam relacionamentos com os seus públicos relevantes, e não com a sociedade; 2. cumpre conduzir análises de acordo com o nível apropriado: institucional, organizacional ou individual; 3. é factível avaliar tanto o desempenho social de uma corporação quanto dos seus administradores na gestão das responsabilidades e relacionamentos com os públicos relevantes.

Clarkson (1995) define os termos a seguir:

1. públicos relevantes (*stakeholders*) são pessoas ou grupos que têm ou reivindicam propriedade, direitos ou interesses em uma corporação e em suas atividades passadas, presentes ou futuras. Os direitos ou interesses citados resultam de transações ou de ações corporativas, e podem ser legais ou morais, individuais ou coletivas. *Stakeholders* com interesses, reclamações ou direitos podem ser classificados em grupos: empregados, acionistas, clientes e assim por diante;
2. públicos relevantes primários (*stakeholders* primários) são aqueles sem cuja participação contínua a corporação não sobrevive sem sérios problemas. Tipicamente, compreendem acionistas e investidores, empregados, clientes e fornecedores, em conjunto com o grupo *stakeholder* público - os governos e as comunidades, que oferecem infra-estruturas e mercados, cujas leis e regulamentações devem ser obedecidas e cujas taxas e outras obrigações devem ser pagas. Existe um elevado nível de interdependência entre a corporação e os grupos de públicos relevantes primários;

3. públicos relevantes secundários (*stakeholders* secundários) são aqueles que influenciam ou afetam, ou são influenciados ou afetados pela corporação, mas que não são essenciais à sua sobrevivência. A mídia e uma ampla faixa de grupos de interesse são considerados públicos relevantes secundários. Eles têm a capacidade de mobilizar a opinião pública a favor ou contra o desempenho corporativo. Embora a sobrevivência da organização não dependa desses grupos, os mesmos têm potencial para causar estragos significativos à mesma.

Segundo Clarkson (1995), a corporação pode ser definida como um sistema de grupos de públicos relevantes primários (*stakeholders* primários), um conjunto complexo de relacionamentos entre grupos com diferentes direitos, objetivos, expectativas e responsabilidades.

A sobrevivência e a continuidade das corporações depende da habilidade dos seus administradores de criar riqueza, valor ou satisfação suficiente para aqueles que pertencem a cada grupo de públicos relevantes primários (*stakeholders* primários). O fracasso em reter a participação de públicos relevantes primários resultará no fracasso do sistema corporativo.

Já os públicos relevantes secundários (*stakeholders* secundários) podem se opôr a políticas ou programas que uma corporação tenha adotado para atender suas responsabilidades, ou para satisfazer as necessidades e expectativas de grupos de públicos relevantes primários (*stakeholders* primários).

Para Clarkson (1995), os administradores não podem ser mais responsáveis por maximizar retornos para os acionistas às expensas de outros grupos de públicos relevantes (*stakeholders*) primários. Devem ser responsabilizados por cumprir as responsabilidades com os grupos citados – pelo desempenho social corporativo. Isso significa que os administradores devem resolver os conflitos inevitáveis entre tais grupos, na distribuição da riqueza e valor criados pela corporação. A resolução de conflitos de forma justa requer julgamento e escolhas éticas.

Clarkson (1995) considera que, quando as corporações e os seus administradores definem e aceitam responsabilidades e obrigações com públicos relevantes (*stakeholders*) primários e reconhecem suas reivindicações e legitimidade, entram no domínio dos princípios morais e do desempenho ético, quer saibam disso ou não.

Mas, segundo o autor, à medida que os administradores tomam decisões e atuam em termos de buscar resolver conflitos entre grupos de públicos relevantes, eles não mais

podem confiar na *mão invisível*<sup>41</sup> do mercado para resolver conflitos inevitáveis entre grupos; ao invés disso, devem lidar eles próprios com princípios éticos e morais. Quando os julgamentos e escolhas éticas se tornam questão de sobrevivência, a gestão da ética e de programas de ética em uma corporação se torna uma questão de relevância estratégica.

Segundo Turnbull (1997), em uma ampla revisão literária empreendida sobre o tema, a governança corporativa descreve todas influências que afetam os processos institucionais, incluindo-se os processos de nomeação de controladores e/ou reguladores envolvidos em organizar a produção e a venda de produtos e serviços. Assim, a governança corporativa inclui todos os tipos de firmas, englobando, portanto, quase toda a atividade econômica de uma nação<sup>42</sup>.

Para Turnbull (1997), a pesquisa sobre a teoria e a prática da governança corporativa tem sido consideravelmente focada em países de língua inglesa, principalmente nos EUA. A falta de pesquisas comparativas sobre diferentes sistemas de controle corporativo foi reconhecida nos EUA apenas nos anos noventa. A onipresença da perspectiva norte-americana pode ser explicada, segundo o autor, pela crença na superioridade do seu sistema, exacerbada pela força da economia daquele país.

Turnbull (1997) considera que as firmas podem existir de diferentes formas: como firmas constituídas, parcerias, *joint ventures*, sociedades limitadas, cooperativas, associações e outros arranjos. Segundo o autor, uma extensa literatura sobre governança corporativa assume, implicitamente, que apenas as firmas cujos títulos são negociados junto ao público – as companhias abertas - são objeto de análise, o que limita o tema a uma pequena parcela da atividade econômica, mesmo nas sociedades mais desenvolvidas.

Na perspectiva de Turnbull (1997), as companhias abertas sofrem mais influências externas em suas operações do que as demais. Para o autor, a multiplicidade de públicos relevantes (*stakeholders*) ali identificados é consistente com a definição de governança corporativa de muitas autoridades do campo.

A participação de públicos relevantes (*stakeholders*) primários em instâncias superiores de decisão (conselhos) das corporações norte-americanas é postulada por Porter (1992), citando os mercados de capitais alemão e japonês como exemplos em que tais públicos apresentam maior influência na gestão das corporações.

---

<sup>41</sup> Clássica metáfora criada por Adam Smith, freqüentemente empregada na literatura econômica.

<sup>42</sup> Turnbull (1997) não defende os interesses dos públicos relevantes (*stakeholders*) nos moldes de Clarkson (1995), com grande ênfase em ética, mas é aqui enquadrado no âmbito do modelo dos *stakeholders* em função do seu conceito de governança corporativa, que inclui a extensa gama de públicos de interesse das organizações.

Porter (1992) destaca fatores como a elevada volatilidade do mercado de capitais norte-americano, o foco em resultados de curto prazo e a alocação menos eficiente de capitais em decorrência desse foco restrito, considerando que seria factível a agregação de características dos mercados alemão e japonês, como a maior participação de públicos relevantes (*stakeholders*) primários em decisões corporativas, para a obtenção de um mercado superior, com as melhores características dos modelos norte-americano, alemão e japonês.

Três reflexões são apresentadas sobre as considerações de Porter (1992): 1. o foco de curto prazo pode decorrer do fato de que os EUA abrigam um mercado de consumo bem suprido, não sendo as oportunidades de investimentos tão evidentes; 2. a participação de públicos relevantes (*stakeholders*) primários nas instâncias superiores de decisão pode não ser uma solução para a mudança de foco; 3. tal participação pode incorporar maiores riscos de conflitos, conforme considerado por Williamson (1996), que não devem ser desprezados (item 2.3.6)<sup>43</sup>.

### 2.3.5 Visão esclarecida dos públicos relevantes (*enlightened stakeholders theory*)

Na perspectiva de Jensen (2001), a teoria dos públicos relevantes (*stakeholders*) viola a proposição de que um objetivo singelo é pré-requisito para uma atuação objetiva e racional da organização. Ademais, tal teoria politiza a organização e leva os administradores a exercerem suas próprias preferências, por meio de gastos com recursos pertencentes à organização.

Jensen afirma (2001) que, em termos lógicos, é impossível maximizar mais de uma dimensão ao mesmo tempo, a não ser no caso de dimensões caracterizadas como *transformações monotônicas* de outras dimensões intrinsecamente correlacionadas. Uma companhia deve definir uma função objetiva  $V = f(x, y, \dots)$ , sendo  $V$  qualquer meta estabelecida pelos administradores, como emprego, vendas ou crescimento, e  $x, y, \dots$ , fluxos de caixa, riscos e outros fatores sujeitos a trocas (*tradeoffs*), em função das demandas dos públicos relevantes (*stakeholders*).

O autor pondera que, sem a clareza de missão definida por uma função objetiva singela, as companhias que adotarem a teoria dos públicos relevantes (*stakeholders*) experimentarão confusão, conflito e ineficiência gerencial, possivelmente com perda de

---

<sup>43</sup>Ineficiências do sistema bancário japonês, que emprestou dinheiro a companhias mal administradas nas quais alguns bancos tinham participação acionária, podem constituir argumento contrário à apologia da governança corporativa japonesa.

competitividade. O autor também considera que as companhias que utilizarem a abordagem do *balanced scorecard* (KAPLAN, 1996) - o equivalente geral da teoria dos públicos relevantes - estarão sujeitas aos mesmos efeitos indesejáveis citados.

Jensen (2001) ressalta que a teoria dos públicos relevantes (*stakeholders*) enfraquece o sistema de controle interno corporativo, conferindo aos administradores mais poder para que eles façam o que desejarem. As restrições passam a ser impostas a partir do ambiente externo: os mercados financeiros, o mercado de controle corporativo e os mercados de produtos.

Além de preconizar a necessidade de um objetivo organizacional único, Jensen (2001) aponta a maximização do valor da firma como o principal objetivo da mesma, à luz de *duzentos anos de trabalho em economia e finanças*, que comprovariam que o bem-estar social é maximizado quando todas as firmas buscam maximizar o seu valor de mercado. Jensen (2001) afirma que a maximização do valor total da firma é a função objetiva que deve guiar os seus administradores na definição das trocas (*tradeoffs*) entre os diversos públicos relevantes (*stakeholders*).

Jensen (2001) propõe os conceitos de *maximização de valor esclarecida* (*enlightened maximization value*) e da *teoria esclarecida dos públicos relevantes* (*enlightened stakeholders theory*), por ele considerados equivalentes. A teoria esclarecida dos públicos relevantes, segundo o autor, utiliza grande parte da estrutura do modelo dos públicos relevantes, levando em consideração as demandas dos mesmos, ao mesmo tempo em que focaliza a maximização de valor de mercado de longo prazo, visto como o objetivo organizacional único.

Na perspectiva de Jensen (2001), a maximização do valor de mercado, ou, preferencialmente, a busca de valor de mercado, completa a lacuna da teoria dos públicos relevantes (*stakeholders*), que não especifica em sua formulação como estabelecer as trocas (*tradeoffs*) entre os públicos em tela. Acoplada ao objetivo de maximização de valor de longo prazo, a teoria esclarecida dos públicos relevantes se propõe a harmonizar premissas dos modelos financeiro e dos públicos relevantes.

Jensen (2001) reconhece os limites da maximização do valor: tal objetivo não informa aos administradores como criar uma perspectiva estratégica superior. Tampouco orienta quanto à forma de incentivar administradores e empregados às iniciativas ou empreendimentos que ampliam o valor da firma. Ou seja, o objetivo em tela não informa *como ganhar o jogo*, apenas estabelecendo qual deve ser o *placar*.

Copeland et al. (2000) contemplam, em relevante obra sobre um conjunto de técnicas de avaliação de companhias (*valuation*), argumentos que contribuem para validar a

visão esclarecida dos públicos relevantes (*stakeholders*). Reportando-se ao pensamento bicentenário de Adam Smith, de que as companhias mais produtivas e inovadoras produziram os melhores retornos para os seus acionistas e atraíram os melhores trabalhadores, os autores enfatizam sua crença no foco da construção de valor econômico.

Copeland et al. (2000) apresentam as relações produtividade do trabalho *versus* aumento na riqueza dos acionistas e crescimento do emprego *versus* aumento na riqueza dos acionistas para um conjunto de indústrias dos EUA, do Japão e da Alemanha, de diversos setores como o siderúrgico, automotivo, de alimentação e outros. Os resultados da análise demonstram: 1. há uma correlação positiva entre produtividade do trabalho e criação de valor econômico; 2. há uma correlação positiva entre crescimento do emprego e criação de valor econômico.

Copeland et al. (2000) concluem que as companhias que tentarem agregar valor sem observância aos requisitos ambientais e de valorização de trabalhadores terão maiores dificuldades em atrair os melhores profissionais, e que a criação de valor econômico para acionistas não ocorre às expensas dos demais públicos relevantes (*stakeholders*).

### 2.3.6 Visão da economia dos custos de transação

As visões da economia dos custos de transação e do *nexus* de contratos (descrita no item 2.3.2) têm a mesma origem remota – a teoria dos custos de transação desenvolvida por Coase em 1937 - e se aproximam em grande medida, tendo em vista que ambas as visões abrangem a discussão acerca das dificuldades e riscos inerentes ao fechamento de contratos. Entretanto, os pressupostos dessas visões sobre o que é a firma e quanto ao papel da governança corporativa são distintos.

Na economia dos custos de transação, a firma é uma *estrutura de governança* - de coordenação de atividades econômicas - e a governança corporativa refere-se ao esquacionamento de contratos com públicos relevantes (*stakeholders*) realmente importantes, que sejam detentores de ativos de grande valor. Já na visão do *nexus* de contratos, a firma é um conjunto de contratos que regulam seu relacionamento com diversos públicos e a governança corporativa refere-se à gestão desse conjunto de contratos.

Williamson (1996) afirma que a governança corporativa é importante e que deve ser reservada àqueles públicos que fornecem ou financiam ativos especializados para a firma. À luz dessa perspectiva, um grande número de grupos não específicos com os quais a firma tem contratos é eliminado do *status* de público relevante (*stakeholder*). Para o autor, a



economia dos custos de transação preconiza a contratação diferenciada entre a firma e diferentes contrapartes. A decisão de conferir controle corporativo à contraparte errada pode aumentar o risco da firma, exigindo um *prêmio de risco* e, conseqüentemente, aumentando seu custo de capital.

No que se refere especificamente à teoria dos públicos relevantes (*stakeholders*), segundo Williamson (1996), na moderna corporação de manufatura, a mesma assume diferentes formas, prevendo diferentes participações dos públicos citados nas instâncias de representação. Já nas firmas profissionais, como as consultorias e os escritórios de advocacia<sup>44</sup>, cujos ativos fixos são genéricos e podem ser alugados ou financiados com dívida, os *ativos de risco* são as pessoas. Nas firmas profissionais, o controle e a propriedade são assumidos por empregados-chave, que possuem participação e compromisso com a preservação do valor desses ativos.

A visão da economia dos custos de transação constitui um contraponto ao argumento de Porter (1992), que preconiza a participação de públicos relevantes (*stakeholders*) primários nas instâncias mais elevadas de decisão das corporações norte-americanas, como forma de ampliar a eficiência do capitalismo norte-americano, já que, segundo Williamson (1996), tal participação deve contemplar o risco envolvido na participação inoportuna de contrapartes erradas.

A visão da economia dos custos de transação, ao tratar dos riscos envolvidos na participação de atores em instâncias de decisão, pode subsidiar reflexões sobre a participação de acionistas minoritários excluídos do controle em conselhos de administração, através de seus representantes legalmente instituídos, em consonância com a *Lei das SA's* (artigo 141) e com a *Lei 10.303* (31/10/01, artigo 8º.), que a modifica. Uma relevante questão se apresenta, nesse sentido: *a presença de conselheiros que representem interesses de acionistas minoritários introduz riscos adicionais à companhia, ampliando seu custo de capital?*

O eventual receio de acionistas controladores com respeito à inserção de representantes de acionistas minoritários nos conselhos (manifestado, de certa forma, na reforma da *Lei das SA's*, comentada no item 2.3.12) pode ser contestado com três argumentos: 1. acionistas minoritários detêm um estoque de ativos relevantes, quando tais ativos são tratados de forma agregada (e não *pulverizada*); 2. os interesses dos acionistas majoritários bem intencionados e dos acionistas minoritários são convergentes e orientados para a criação de

---

<sup>44</sup> Nessas organizações, novos sócios são admitidos em função de sua capacidade de agregação de valor.

valor econômico; 3. a presença desses conselheiros pode contribuir para melhorar a percepção de risco acerca da companhia e, portanto, para reduzir o custo de capital.

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

Um exemplo que ilustra essa afirmativa é o da rede de firmas que se aglutinam em torno de um grande fornecedor ou cliente, e que dependem do mesmo para sua sobrevivência. É razoável supor que as decisões tomadas em âmbito da cúpula das firmas integrantes da rede – observando-se que a tomada de grandes *decisões* é uma das *grandes funções* de governança corporativa - levarão em consideração as relações de poder e os contratos estabelecidos entre as partes.

### 2.3.7 Visão do *capitalismo fiduciário*

Segundo Hawley e Williams (2000), proponentes dessa visão, desde que a moderna organização entrou em cena nos EUA, entre 1890 e 1910, tem sido o foco de grandes críticas e elogios. A partir de sua emergência, atravessou três grandes estágios no modo de propriedade e controle. No primeiro estágio, as corporações foram controladas por proprietários fundadores, a exemplo de John D. Rockefeller, Leland Stanford e Henry Ford, embora já existisse um mercado de ações nos EUA.

Na década de vinte, o controle das corporações se deslocou para os administradores profissionais. A influência dos proprietários originais e de seus descendentes decresceu, enquanto o número absoluto de acionistas cresceu rapidamente. Os anos vinte assistiram à emergência do *capitalismo gerencial*, em substituição ao *capitalismo empreendedorista* anterior.

Do início dos anos sessenta ao princípio dos anos noventa, um terceiro estágio emergiu, assistindo-se a uma reconcentração de propriedade, mas não em mãos de indivíduos, e sim, de investidores profissionais, dentre os quais Hawley e Williams (2000) destacam os fundos de pensão públicos e privados e os fundos mútuos. Desde 1977, tais investidores, em conjunto com companhias de seguro, detêm mais controle de corporações norte-americanas do que todos os demais indivíduos dos EUA. Este terceiro estágio é designado pelos autores como *capitalismo fiduciário*.

Segundo Hawley e Williams (2000), as entidades fiduciárias – por eles tratadas como *proprietários universais*, por gerenciarem grandes portfólios de ativos que representam extratos da economia - são obrigadas legal e eticamente a defender os interesses de seus beneficiários e investidores. Os autores argumentam que o *capitalismo gerencial* está sendo substituído nos EUA pelo *capitalismo fiduciário*, uma forma emergente e híbrida de propriedade, na qual grandes entidades fiduciárias têm a propriedade de aproximadamente 50% do mercado de ações nos EUA.

Hawley e Williams (2000) identificam a manifestação ostensiva do *capitalismo fiduciário* nos EUA em duas fases: 1. nos anos oitenta, em aquisições hostis, quando aquisidores utilizaram o mercado de controle corporativo como meio de remover a alta gestão de corporações; tal período terminou em 1987-88, com o *colapso* da indústria de poupança e empréstimos que o financiou; 2. com o *ativismo* em governança corporativa iniciado por fundos de pensão públicos como o *CalPERS*, o *SWIB* e o *CREF*.

Segundo Hawley e Williams (2000), algumas das maiores e mais poderosas entidades fiduciárias dos EUA começaram a requerer seus direitos de proprietárias, comprando e vendendo ações, votando autorizações, iniciando resoluções de autorização e, formal e informalmente, pressionando os administradores corporativos e diretorias a executarem determinadas políticas. Em 1992-93, grandes fundos de pensão e o *CREF*, com o apoio discreto, porém ativo de fundos mútuos como o *Fidelity*, organizaram-se para destituir presidentes e membros de diretorias de companhias tradicionais com baixo desempenho, como ocorreu na *IBM*, na *Westinghouse* e na *Sears*.

Observa-se aqui a emergência de *proprietários profissionais*, indivíduos academicamente treinados para exercer os direitos e responsabilidades pela propriedade de ativos, em nome de proprietários finais, que começaram a redefinir os termos da reconcentração parcial da propriedade nos EUA.

A vantagem da reconcentração, para Hawley e Williams (2000), é que a mesma tende a encorajar a perspectiva de longo prazo das corporações. A desvantagem é a concentração de poder financeiro em mãos de agentes fiduciários, principalmente privados, que apresentam uma prestação de contas (*accountability*) igual ou inferior àquela que os administradores corporativos tiveram no passado.

Hawley e Williams (2000), ao discorrerem sobre o *nexus* de contratos e os modelos financeiro e dos públicos relevantes (*stakeholders*), observam que os mesmos focalizam firmas individuais como unidades de análise. Assim, tais perspectivas desconsideram dois fatos relevantes que caracterizam a economia dos EUA: 1. os

proprietários institucionais são os que gerenciam portfólios de ações, e não as firmas individuais; 2. quando se faz uma distinção rigorosa entre acionistas (*stockholders*) e públicos relevantes (*stakeholders*), desconsidera-se o fato de que tal distinção se torna cada vez mais tênue, à medida que a propriedade benficial se propaga.

Para Hawley e Williams (2000), o *capitalismo fiduciário* apresenta aos *investidores institucionais* a necessidade de monitorar a economia, cujo desempenho pode afetar o desempenho de seus portfólios, extratos da mesma, e ainda, o comportamento individual das organizações que compõem seus portfólios.

A presença ostensiva dos *investidores institucionais* no mercado de capitais *bloqueia*, de certa forma, o próprio mercado, pois boa parte das ações negociadas estão concentradas nas mãos desses agentes, levando os mesmos à necessidade de *vigiar* seus investimentos, já que nem sempre é possível *desinvestir*. Os autores admitem que a distinção entre *acionistas (stockholders)* e *públicos relevantes (stakeholders)* pode deixar de existir, à medida que grandes parcelas da população se apresentarem, a um só tempo, como proprietárias beneficiárias e cidadãs.

Segundo Hawley e Williams (2000), a governança corporativa, sob o prisma dos *proprietários universais*, deve contemplar questões referentes ao modelo financeiro – foco na gestão corporativa, metas claras e maximização de valor econômico. Entretanto, os *proprietários universais* têm uma tarefa mais complexa e abrangente: o monitoramento dos seus portfólios e das organizações que os compõem. Assim, tais investidores devem estar cientes de que seus portfólios estão expostos aos riscos da economia como um todo, ao mesmo tempo em que podem receber as recompensas advindas do bom desempenho econômico. Posto isso, os *proprietários universais* devem desenvolver políticas de apoio a programas públicos e privados, que venham a afetar o crescimento e a eficiência da economia no longo prazo.

### 2.3.8 Modelo político

O modelo político tem sido abordado por autores como Pound (1992), Hawley e Williams<sup>45</sup>, citados por Turnbull (1997), Turnbull (1997) e Schleifer e Vishny (1997), enfatizando: 1. o contexto institucional e as políticas públicas influenciam na alocação de

---

<sup>45</sup> HAWLEY, James P.; WILLIAMS, Andrew P. *Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism*. Saint's Mary College, School of Economic e Business Administration, 1996. Working Paper.

poder entre proprietários, administradores e demais públicos relevantes (*stakeholders*); 2. os investidores respondem às disposições legais e regulatórias e às mudanças nas *regras do jogo*.

Pound (1992) identificou, no início dos anos noventa, uma emergente tendência política na governança corporativa das companhias norte-americanas, resultante de duas forças: o fim de *aquisições alavancadas* (*leveraged buyouts* – financiadas via empréstimos) de companhias, ocorridas nos anos oitenta e a ascensão de *investidores institucionais* esclarecidos.

Segundo Pound (1992), o novo sistema de governança corporativa surgido seria caracterizado por propostas de soluções operacionais a problemas corporativos e redirecionamento estratégico, e também pela sustentabilidade política e consonância com os valores populares básicos dos EUA, cuja população demonstra profunda desconfiança e forte intolerância política com relação às modalidades de transações da década anterior.

Hawley e Williams (1996) empreenderam uma revisão literária sobre a governança corporativa nos EUA para a *OECD*, no âmbito da qual identificaram, dentre outros modelos (modelo financeiro, modelo dos públicos relevantes ou *stakeholders* e modelo de procuradoria ou *stewardess model*), um modelo político de governança corporativa.

Referindo-se à revisão literária de Hawley e Williams (1996), Turnbull (1997), em sua própria revisão literária sobre o tema, pondera que os dois primeiros autores focalizam em seu trabalho apenas a influência de acionistas sobre as companhias. Turnbull observa que nos EUA, as corporações também têm exercido influência na moldagem dos sistemas político, legal e regulatório. Posto isso, a influência política nos EUA, segundo o autor, vem sendo exercida de forma bilateral entre as entidades do Estado e regulatórias e as corporações.

Uma variante do modelo político é contemplada por Schleifer e Vishny (1997) – autores também identificados com o modelo financeiro, que discriminam, em sua famosa pesquisa sobre governança corporativa, duas formas de atração de capital pelas companhias: 1. quando não há concessão de poder aos investidores; 2. quando há concessão de poder aos investidores. A figura 6 ilustra as duas condições, permitindo compreender como investidores reagem ao ambiente institucional no que concerne à sua proteção legal.

O primeiro caso ocorre com poucas companhias e de forma esporádica: na maioria das situações, as organizações são instadas a conceder poder para atrair recursos. Sistemas de governança corporativa apresentam algum tipo de combinação entre proteção aos investidores e concentração de propriedade. Ademais, a proteção aos investidores pode enfatizar o sistema bancário ou o mercado de capitais, os dois grandes ambientes de *captura* de recursos de investidores.

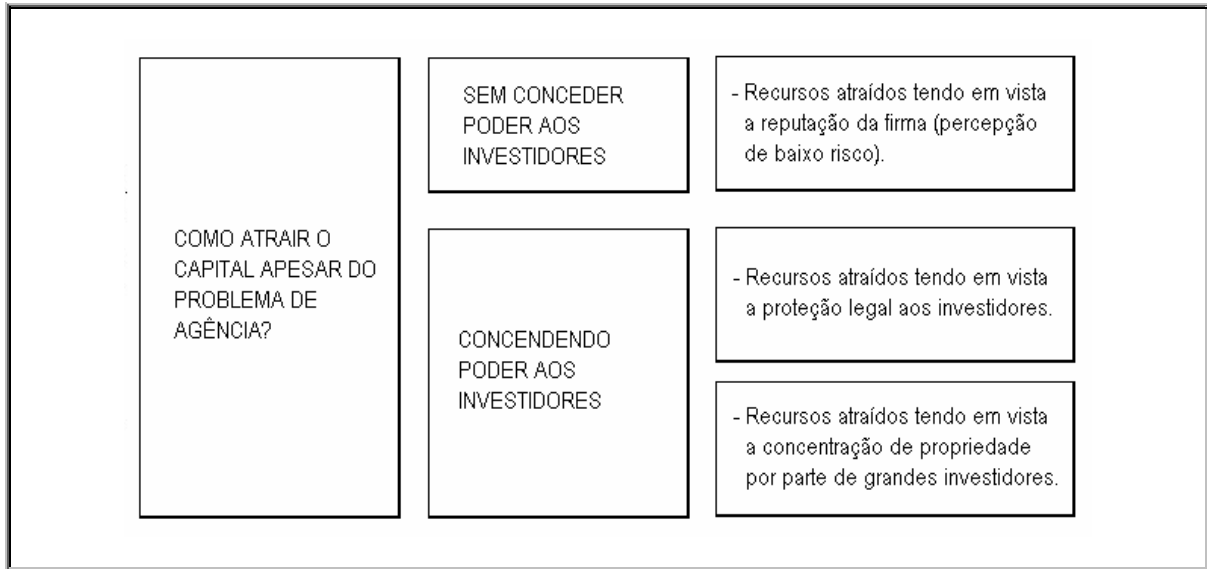


Figura 6 – Formas de atração do capital pelas companhias

Fonte - SILVEIRA, 2002, p. 29, adaptada pela autora da dissertação.

A pesquisa de Schleifer e Vishny (1997, p. 774) incitou indagações pelos próprios autores acerca do ambiente institucional e da proteção legal aos investidores, tais como “qual a natureza da proteção legal aos investidores subjacente aos sistemas de governança corporativa nos vários países?” [e] “qual a dinâmica política da governança corporativa?”.

No primeiro caso supracitado, Schleifer e Vishny (1997) preocupam-se com as diferenças legais entre os países, no que se refere à formulação e ao cumprimento (*enforcement*) das leis. No segundo, o propósito é saber se os sistemas de governança caminham no sentido de maior eficiência, ou se permanecem servindo a segmentos com poder de influência em prol dos seus próprios interesses.

Adicionalmente, La Porta et al. (2000b) argumentam que a diferença entre os diversos sistemas de governança corporativa é melhor explicada pela eficácia da proteção legal oferecida aos investidores, em contraposição à premissa de que tal diferença seja explicada pela predominância dos bancos ou do mercado de capitais como ambiente de captação de financiamentos.

Leal (2002) ressalta a origem dos sistemas legais como um dos fatores relevantes da relação entre a legislação e o valor de companhias, apontando *dois sistemas básicos categorizados*: o sistema de *lei de costumes (common law)*, criado na Inglaterra para proteger os proprietários de expropriação pelo Rei, e o sistema de *lei de código (civil law)*, criado na *Revolução Francesa*<sup>46</sup>, para permitir a intervenção do Estado nos direitos de propriedade. Tais

<sup>46</sup> O sistema legal brasileiro foi fortemente influenciado pelo sistema legal francês.

sistemas estão relacionados com a qualidade da proteção aos direitos de propriedade: nos regimes pautados pela *lei de costumes*, a qualidade da proteção é maior.

### 2.3.9 Modelo de procuradoria

O modelo de procuradoria tem sido contemplado, em diferentes aspectos e matizes, por autores como Pound (1995), Hawley e Williams<sup>47</sup>, citados por Turnbull (1997), e Turnbull (1997), preconizando: 1. a competência executiva está positivamente correlacionada com a rentabilidade e o sucesso da organização; 2. os administradores das corporações trabalham em busca de lucros e retornos para o capital dos proprietários; 3. os administradores são responsáveis pela maximização da riqueza dos acionistas; 4. conselheiros e diretores são *procuradores* dos proprietários.

Pound (1995, p. 83) afirma que o debate sobre governança corporativa gira, há muito tempo, em torno do poder, do estreitamento de controles sobre *gerentes rebeldes*. Segundo o autor, as reformas visam realizar auditorias mais freqüentes sobre o desempenho dos gerentes, a separação das atividades de *CEO* e de presidente do conselho de administração, a nomeação de conselheiros externos mais atuantes e o aumento da responsabilidade dos conselheiros perante os acionistas minoritários.

Pound (1995) também afirma que as reformas que simplesmente transferem poder entre partes não resultarão, *per se*, em organizações mais rentáveis e menos expostas a *surpresas*. Isso porque as reformas não tratam dos principais problemas da governança corporativa, que não resultam de desequilíbrios de poder, mas de falhas no processo decisório das empresas.

Na perspectiva de Pound (1995) o foco do poder deriva de um *modelo* por ele denominado *empresa gerenciada*, segundo o qual: 1. os gerentes *seniores* se responsabilizam pelo exercício da liderança e pelo processo decisório; 2. a função do conselho de administração consiste em contratar gerentes de alto nível, monitorar seu desempenho e demiti-los em caso de insucesso; 3. o *papel* dos acionistas se resume em dissolver o conselho de administração, quando os resultados são insatisfatórios. Os acionistas são tratados como incapazes de avaliar as políticas da empresa, dependendo de conselheiros e gerentes.

O autor argumenta que

---

<sup>47</sup> HAWLEY, James P.; WILLIAMS, Andrew P. *Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism*. Saint's Mary College, School of Economic e Business Administration, 1996. Working Paper.

reformas centradas no poder não são a chave para a correção do problema. Sem dúvida, o equilíbrio de poder é importante. Contudo, no âmago, a governança corporativa não tem a ver com poder, mas com a certeza de que as decisões sejam eficazes. A reforma da governança corporativa deve buscar meios de desenvolver e preservar processos decisórios eficientes. O objetivo deve consistir em prevenir erros significativos na estratégia corporativa e garantir que os equívocos acaso cometidos sejam corrigidos com rapidez (POUND, 1995, p. 84).

Em contraposição à *empresa gerenciada*, Pound (1995) apresenta uma proposta de *empresa governada*, no âmbito do qual o *papel* do conselho é fomentar decisões eficazes e revogar políticas inadequadas. O conselho deve ter *expertise* suficiente para agregação de valor ao processo decisório e incentivos visando o comprometimento com a criação de valor, devendo adotar procedimentos que fomentem o debate aberto e a sintonização quanto às preocupações com os acionistas.

No que concerne às políticas empresariais, Pound (1995) identifica: 1. definição de áreas de *expertise* a serem representadas no conselho, como por exemplo aspectos básicos sobre o setor ou sobre as finanças da empresa; 2. dedicação pelos conselheiros de pelo menos 25 dias ao conselho<sup>48</sup>; 3. grandes *pacotes* de opções sobre ações para conselheiros; 4. nomeação de um conselheiro com a função específica de criticar novas propostas de políticas; 5. reuniões regulares com os grandes acionistas; 6. concessão de liberdade aos conselheiros para solicitar informações a quaisquer empregados.

Em sua revisão literária sobre a governança corporativa nos EUA, Hawley e Williams<sup>49</sup>, citados por Turnbull (1997), identificaram um modelo (*stewardship model*) focado na valorização de administradores. Tal modelo assemelha-se ao modelo financeiro na orientação para a defesa dos interesses dos proprietários; entretanto, considera a valorização da atuação dos administradores como crucial para a defesa desses interesses. Já o modelo financeiro focaliza o desalinhamento dos interesses entre acionistas e administradores e as soluções para o alinhamento desejado.

Segundo Donaldson e Davis<sup>50</sup>, citados por Turnbull (1997), administradores são bons servidores da corporação e trabalham com diligência para o alcance de elevados níveis de lucro e retorno para os proprietários. Os autores afirmam que os administradores são motivados por resultados e necessidades de responsabilidade. Na perspectiva de Turnbull

<sup>48</sup> O período indicado pelo autor representa sua percepção acerca do tempo mínimo necessário de dedicação ao conselho de administração por conselheiros.

<sup>49</sup> HAWLEY, James P.; WILLIAMS, Andrew P. *Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism*. Saint's Mary College, School of Economic e Business Administration, 1996. Working Paper.

<sup>50</sup> DONALDSON, L., DAVIS, J. H. *Boards and company performance – research challenges the conventional wisdom*. *Corporate Governance: An International Review*, v. 2, n. 3.



(1997), os argumentos em tela dão suporte ao investimento das escolas de negócios e dos estudantes que buscam o desenvolvimento de habilidades gerenciais e de conhecimentos, reforçando os benefícios sociais e profissionais de ser gestor.

Turnbull (1997) considera que tanto o modelo de procuradoria quanto o modelo financeiro são válidos, visto que a inclinação dos indivíduos a se comportarem de forma cooperativa ou baseada em interesses exclusivamente pessoais pode ser contingencial, conforme o contexto em que o indivíduo se insere. Isso explicaria, por exemplo, o excesso de comprometimento de executivos (e outros trabalhadores) japoneses com as suas respectivas firmas, coerente com especificidades da cultura daquele país.

Boa parte da literatura sobre governança corporativa contempla conselhos de administração. As discussões sobre tamanho dos conselhos de administração e a participação de conselheiros independentes nos mesmos apresentam o modelo de procuradoria e a visão do poder (item 2.3.11) de forma subliminar e imbricada: a criação de conselhos efetivos provavelmente implica a distribuição de poder mais efetiva nas instâncias de decisão das corporações.

Em mercados de capitais caracterizados pela elevada concentração de propriedade, a exemplo do nacional, o modelo de procuradoria também constitui uma moldura factível de focalização do relacionamento entre acionistas majoritários e acionistas minoritários excluídos do controle, mais orientada para a efetividade das decisões do que para o conflito entre as partes.

#### 2.3.10 Visão informacional

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

Shannon<sup>51</sup>, citado por Turnbull (1997), fundador da teoria da informação, demonstra que informações confiáveis podem ser obtidas de canais não confiáveis que operem em paralelo. Transpondo tal consideração ao contexto da governança corporativa, Turnbull (1997) afirma que os conselhos devem captar informações de diferentes públicos relevantes (*stakeholders*), para

---

<sup>51</sup> SHANNON, E. E. *Communications theory of secrecy systems*. Bell System Technical Journal, 1949, vol. 38.

evitar vieses, distorções e erros. Baseado no mesmo princípio, o autor ainda aponta a vantagem de existência de mais de um conselho envolvido nas decisões organizacionais.

Turnbull (1997) enfatiza contribuições da cibernética – disciplina desenvolvida a partir da teoria da informação - à governança corporativa, como por exemplo, a *lei da variedade de requisitos*, segundo a qual organizações e ambientes complexos exigem sistemas de controle complexos, e o conceito de *realimentação (feedback)*, aplicável no tratamento da auto-regulação ou auto-governança (ASHBY<sup>52</sup>, citado por TURNBULL, 1997).

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

Grinblatt e Titman (1998) abordam aspectos informacionais referentes aos mercados de capitais, identificando razões pelas quais os administradores não estão dispostos à transparência: 1. valor da informação para os competidores; 2. risco de que a informação, especialmente no caso de previsões, não se confirme; 3. ocultamento da informação desfavorável; 4. dificuldades de quantificação ou qualificação da informação.

Conforme argumentam os dois autores, os administradores possuem informações que os investidores não possuem e tal *assimetria informacional* influencia as decisões de investidores externos. Os mesmos ainda observam que a *assimetria informacional* resulta em distorções: companhias tenderão a investir em projetos de curto prazo, a pagarem mais dividendos e a se endividarem mais do que o necessário.

Segundo Grinblatt e Titman (1998), as distorções citadas podem ser mitigadas através de dois mecanismos: ampliação das informações disponíveis para analistas e investidores do mercado de capitais, de modo a diminuir a vantagem informacional dos administradores, e ainda, a criação de *pacotes de compensação* que incentivem a visão de longo prazo.

Dentre os quatro aspectos mencionados por Grinblatt e Titman (1998) como dificultadores de uma maior transparência informacional (*disclosure*), destaca-se aqui a preocupação com a concorrência. As companhias com ações em *bolsas de valores* convivem com um desafio: a necessidade de maior transparência, em contraposição à necessidade de

---

<sup>52</sup> ASCHBY, W. R. *An introduction to cybernetics*. University Paperback, London, 1968.

proteger informações que assegurem vantagem competitiva à companhia. A abertura do capital de uma companhia implica a necessidade de equacionar tal conflito.

Um aspecto adicional relevante da visão informacional contempla as diferenças informacionais entre os sistemas de prestação de contas de companhias transnacionais. Conforme constata Yamamoto (2002), baseada em sua pesquisa desenvolvida para o contexto brasileiro, o *modus operandi* de algumas companhias sediadas em mercados mais exigentes é flexibilizado para pior nas suas operações em território nacional.

Dito de outra forma: companhias transnacionais adotam duas formas de atuação distintas: em seus países de origem, demonstram elevados padrões de transparência (*disclosure*); em mercados como o nacional, seu nível de transparência é insatisfatório. Yamamoto (2002) argumenta que uma postura de maior transparência das companhias transnacionais em relação ao mercado nacional poderia contribuir, significativamente, para a melhoria das práticas de governança corporativa locais.

#### 2.3.11 Visões adicionais (visão do poder, visão cultural e outras perspectivas)

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

Sem desconsiderar o arcabouço legal e regulatório, o autor observa que há mecanismos como agendas de reuniões, arranjos de votação, procedimentos e disposições corporativas, os quais podem afetar relações de poder entre conselheiros e administradores. Ademais, conselheiros podem ter seu poder de ação limitado, a menos que recebam apoio dos acionistas.

Turnbull (1997) menciona a relevância da informação e da transparência como elementos de controle no âmbito da abordagem do poder, observando que parte das informações relevantes, controladas pelos administradores, não chega aos conselheiros. Segundo o autor, decisões apropriadas requerem informações apuradas, em tempo hábil, suficientes e gerenciáveis.

Além dos instrumentos utilizados em disputas de poder citados por Turnbull (1997), há outros que se destinam ao equacionamento *ex ante* e *ex post* de conflitos de poder. No Brasil, um instrumento de distribuição de poder corporativo *ex ante* entre acionistas que se destaca são os *acordos de acionistas*.

Já as *câmaras de arbitragem*, cuja operação é *ex post*, são instâncias especiais previamente definidas, destinadas à resolução de disputas de poder sem a necessidade de interferência do Estado, cuja capacidade de garantia de cumprimento de leis e regulamentos - *enforcement* - é insatisfatória. A adoção da *arbitragem* confere agilidade à resolução de conflitos, os quais de outra forma tramitariam durante anos em instâncias judiciais.

A visão cultural da governança corporativa também é identificada por Turnbull (1997) e considera o contexto que permeia as transações *intrafirmas* e *interfirmas*, abrangendo os aspectos culturais que influenciam o modo como as transações são feitas. Para o autor, o estudo do contexto onde ocorrem as transações permite tratar a influência de aspectos culturais como religião, comprometimento com empregados (caso do Japão) e o nível de confiança entre os agentes econômicos, na formação de alianças estratégicas entre firmas e na realização de negócios em geral.

Em estudo que contempla as modificações feitas na *Lei das SA's* e sua reforma, Gorga (2003), baseada na relevante obra de Douglass North, demonstra como as condições culturais específicas do contexto nacional influenciaram na revisão legal, evitando que fossem introduzidas modificações que produzissem maior impacto no mercado de capitais brasileiro.

A visão cultural oferece amplas oportunidades de avaliar a governança corporativa das firmas em diferentes países e regiões e permeia, ainda que de forma não estruturada, os estudos comparativos sobre o tema em países como os EUA, o Reino Unido, a Alemanha, o Japão, a França, a Itália, o Brasil e outros.

Os modelos e visões da governança corporativa até aqui apresentados não esgotam as possibilidades, pois, outras perspectivas ou *visões potenciais* existem, relacionando-se a seguir oito. A primeira é a perspectiva da arquitetura organizacional, apropriada à análise da construção de *sistemas* orientados para as *grandes funções* de governança, como a construção da estratégia e tomada de decisões estratégicas, o relacionamento com públicos relevantes, a produção de informações para públicos relevantes, a gestão de riscos organizacionais e a fiscalização e auditoria dentre outras. Tal perspectiva é de interesse dos construtores de *sistemas de governança corporativa* e *códigos de governança corporativa* e das *agências de rating*.

A segunda perspectiva factível é a da empresa familiar, relevante para que se possa melhor compreender o *conflito de agência* entre acionistas majoritários e acionistas minoritários excluídos do controle que ocorre, em grande medida, em companhias controladas por famílias e *grupos de controle* familiares (mas não exclusivamente). Aspectos como a dificuldade de compartilhamento de poder e nepotismo são importantes para a caracterização do *conflito de agência* em tela.

A terceira perspectiva factível de desenvolvimento de estudos de governança corporativa é a legal e regulatória, que abrange os aspectos da legislação – especialmente da *Lei das SA's* e de suas revisões – e da regulamentação a serem respeitadas por companhias com ações em *bolsa de valores*.

A quarta perspectiva possível é a da fiscalização e auditoria, que ganhou evidência com os *casos Enron Corporation e WorldCom* dentre outros, e que contempla a discussão sobre tópicos como a atuação de auditorias independentes, procedimentos éticos desejáveis dessas firmas, prestação de serviços de auditoria *vis-à-vis* da prestação de serviços de consultoria pela mesma firma, atuação de conselhos fiscais e de comitês de auditoria e outros.

Como quinta alternativa factível, destaca-se a perspectiva do relacionamento com públicos relevantes, especialmente com investidores do mercado de capitais, a qual constitui a moldura adequada para a discussão de tópicos como as áreas RI e suas responsabilidades, o *papel* e o desempenho dos profissionais de RI, a comunicação apropriada com os diferentes tipos de agentes do mercado de capitais, a melhoria da percepção de investidores acerca do desempenho das companhias e outros.

A perspectiva dos riscos constitui a sexta possibilidade; tal possibilidade também ficou em evidência com os *escândalos corporativos* acima citados. Políticos norte-americanos, à luz desses eventos, promoveram uma grande intervenção no mercado de capitais daquele país, com desdobramentos significativos em mercados de outros países, incluindo o Brasil. A aprovação do *Sarbanes-Oxley Act* (30/07/02) impõe exigências de grande abrangência e impacto, ressaltando-se: 1. a obrigatoriedade de presidentes e diretores financeiros de assinarem declarações atestando a veracidade de informações contábeis; 2. o monitoramento acurado do ambiente de riscos da companhia; 3. a adoção de *códigos de ética*; 4. a disciplina das atividades de auditoria e consultoria;

A sétima perspectiva factível é a do sistema de decisões estratégicas (SDE), que constitui a perspectiva mais adequada para a discussão de tópicos como a estratégia corporativa e as estratégias de organizações coligadas e controladas, assim como de processos e ferramentas de tomada de decisão.

Já a oitava perspectiva considerada é a da própria estratégia, que abrange a discussão das diversas vertentes que caracterizam o *pensamento estratégico organizacional* - as múltiplas correntes de pensamento sobre estratégia organizacional, amplamente tratadas pela literatura acadêmica sobre o tema.

### 2.3.12 Governança corporativa no Brasil

A tradição latifundiária e escravocrata nacional, iniciada com as *Capitanias Hereditárias* por volta de 1530, ainda hoje se faz presente na mentalidade de parte do empresariado e de parte dos políticos nacionais, o que tem implicações profundas em aspectos como a grande concentração do capital em mãos de poucos, a dificuldade em dividir a propriedade e o poder de decidir com outros sócios (ainda que os mesmos estejam na condição de acionistas minoritários), o apego a privilégios e a dificuldade de modificações na legislação que venham a favorecer mudanças sociais mais profundas.

Segundo Gorga (2003, p. 66), a classe dominante brasileira ainda mantém valores e tradições da *casa grande*<sup>53</sup> em suas organizações de negócios, e os empreendedores nacionais enfrentam o dilema entre a manutenção do controle e a maximização do valor econômico. Segundo a autora, os controladores das firmas nacionais são frequentemente identificados como a *grande barreira* às mudanças.

No que concerne às leis brasileiras, Gorga (2003) lembra que as mesmas foram amplamente influenciadas pelas leis francesas. Mas não seria fácil transpor ao Brasil os princípios da *Revolução Francesa*: as leis introduzidas durante a fundação da *República* refletiam relações que eram diferentes daquelas realmente existentes no Brasil e isso explicaria as dificuldades de cumprimento dessas leis (*enforcement*), principalmente quando as mesmas confrontavam interesses da classe dominante.

A economia nacional não se caracteriza pela existência de um *capitalismo fiduciário*, preponderante nos EUA e no Reino Unido, ou pela perspectiva de valorização dos públicos relevantes (*stakeholders*), em geral identificada com a Alemanha e o Japão. Três aspectos seguintes se sobressaem no que concerne às condições nacionais (relacionadas com as *regras do jogo*), descrito a seguir.

O primeiro aspecto que caracteriza a governança corporativa nacional diz respeito à estrutura de propriedade. Segundo Valadares (1998), no Brasil, as companhias apresentam características similares às de países da Europa Continental, caracterizados por elevada concentração de capital.

A tabela 1 apresenta a composição acionária direta de 325 companhias privadas brasileiras com ações listadas na BOVESPA: 58% desse capital estão em mãos de um único acionista, 78% de até três acionistas, e 82% de até cinco acionistas. No Brasil, o *grande conflito*

---

<sup>53</sup> Sede de grandes propriedades rurais.

de agência ocorre entre acionistas majoritários (controladores) e acionistas minoritários excluídos do controle.

TABELA 1  
Painel do Capital em Compahias Abertas no Brasil

	Companhias com Acionista Majoritário (203)		Companhias sem Acionista Majoritário (122)		Toda a Amostra (325)	
	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
<b>Média maior acionista (mediana)</b>	74% (73%)	51% (50%)	32% (29%)	25% (18%)	58% (58%)	41% (36%)
<b>Média três maiores acionistas (mediana)</b>	89% (93%)	63% (63%)	67% (65%)	49% (42%)	78% (82%)	58% (53%)
<b>Média cinco maiores acionistas (mediana)</b>	90% (94%)	64% (64%)	76% (73%)	56% (48%)	82% (87%)	61% (56%)

Fonte - VALADARES, 1998, p. 16.

Nota - Segundo o IBGC e a BOOZ ALLEN (2003), em relevante pesquisa sobre o panorama da governança corporativa no Brasil, para 48% dos entrevistados, o relacionamento entre acionistas controladores e minoritários é irrelevante. Ademais, 46% das companhias pesquisadas não contam com políticas de proteção aos minoritários.

O segundo aspecto relativo à governança corporativa nacional é a forte presença do Estado, via *Lei das SA's*, o instrumento *master* de governança corporativa das companhias abertas nacionais, de outras leis relacionadas e da regulamentação da CVM e de outras entidades, mas garantia de cumprimento de leis e regulamentos (*enforcement*) insatisfatória.

Segundo Corrêa-Lima (2003), a *Lei das SA's*, cujos autores intelectuais foram os juristas Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, foi promulgada sob a égide do II PND da chamada *Nova República* (Lei n. 6.151/74, Governo Geisel). Tal *Lei* está estruturada em um texto complexo, observando-se que parte de seu conteúdo foi eliminada ou vetada.

Corrêa-Lima afirma que *Lei das SA's* foi inspirada, principalmente, na legislação norte-americana e, no que concerne aos grupos de sociedades (capítulo XXI da *Lei*), na legislação alemã. Tal instrumento abarca um amplo espectro de questões de interesse da governança corporativa das companhias abertas, destacando-se cinco na figura 7.

A figura 8 sintetiza as principais contribuições da reforma da *Lei das SA's*, via Lei 10.303 (31/10/01), que buscou, em certa medida, favorecer os acionistas minoritários, em questões como: fechamento de capital, política de dividendos, aceitação da *arbitragem* para a resolução de contendas entre acionistas, possibilidade de indicação de um membro do conselho de administração por acionistas minoritários, reforço de prerrogativas do conselho fiscal e concessão do *tag along* (figura 7) aos acionistas minoritários ordinaristas.

### 1. AÇÕES ORDINÁRIAS *VERSUS* AÇÕES PREFERENCIAIS

A *Lei* estabelece a distinção entre ações ordinárias e preferenciais, principal mecanismo de separação entre propriedade e controle nas companhias abertas, conforme observam Leal e Valadares (2002). Segundo os autores, apenas 11% das companhias abertas nacionais não se servem do mecanismo

Antes das modificações introduzidas pela *Lei* 10.303 (31/10/01), ações ordinárias poderiam representar 1/3 do capital social (com apenas 16,7% do capital total, seria, então, fátível controlar uma companhia aberta). Com a reforma da *Lei*, o limite de ações ordinárias foi ampliado para 50% (artigo 15), mas apenas para as novas aberturas de capital (*Lei* 10.303, artigo 8º)

### 2. OBRIGAÇÕES, RESPONSABILIDADES E DIREITOS DOS ACIONISTAS

A *Lei* estabelece um conjunto de disposições relativas a obrigações, responsabilidades e direitos dos acionistas, dispersas ao longo do texto. Ressalta-se a excessiva valorização da figura do acionista controlador ou majoritário, citado muitas vezes, conforme observa Silveira (2002)

Destacam-se como *direitos essenciais* dos acionistas (artigo 109):

- a. participar nos lucros sociais
- b. participar no acervo da companhia, em caso de liquidação
- c. fiscalizar, na forma prevista pela *Lei*, a gestão dos negócios sociais
- d. preferência para subscrição de ações e títulos como partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observadas disposições estabelecidas pela *Lei*
- e. retirar-se da sociedade nos casos previstos pela *Lei* (direito de recesso, detalhado no artigo 137)

Acionistas minoritários ordinaristas têm direito ao *tag along*, o direito de vender suas ações em caso de mudança de controle, por meio de OPA - oferta pública de aquisição de ações - feita pelo adquirente das ações do *bloco de controle*. O *tag along* é preconizado pelo artigo 254-A, que garante aos minoritários detentores de ações ordinárias um preço mínimo de 80% do preço oferecido pelas ações do bloco de controle

Mencionam-se, adicionalmente, alguns direitos de acionistas preferencialistas previstos pela *Lei*: a. participar de AG's (artigo 125); b. convocar a AG (artigo 123); c. votar nas AG's especiais (artigo 136); d. ser convocado para as AG's (artigo 124); e. eleger membro do conselho de administração e seu suplente (artigo 141); f. eleger membro do conselho fiscal e seu suplente (artigo 161); g. votar (artigo 111, segundo a condição ali estabelecida); h. propor ação de responsabilidade dos administradores (artigo 159). Tal relação de direitos não esgota as prerrogativas dos minoritários ordinaristas e preferencialistas

### 3. HIERARQUIA DE PODER POLÍTICO

A *Lei* estabelece que o *tripé AG-conselho de administração-administração* é o responsável pelas *grandes decisões* corporativas

### 4. OBRIGAÇÕES E RESPONSABILIDADES DOS DIRIGENTES

A *Lei* estabelece um conjunto de disposições relativas a obrigações e responsabilidades de conselheiros, administradores e membros de órgãos consultivos (comitês), contemplando os aspectos: a. cuidado; b. diligência; c. respeito às atribuições (sem desvio de poder); d. lealdade; e. *conflito de interesses*; f. dever de informar (resguardadas as informações cuja disponibilização poderia prejudicar a companhia) e outras (artigos 153 a 160). O artigo 157 permite a proteção de informações consideradas relevantes

### 5. FORMALIDADES A SEREM CUMPRIDAS PELAS COMPANHIAS

A *Lei* estabelece um conjunto de formalidades a serem preenchidas – especialmente a publicação de informações, no caso de companhias abertas -, o que amplia o custo das operações dessas companhias. Os artigos 175 a 188 exigem que as companhias abertas disponibilizem informações que possibilitem avaliar o desempenho corporativo e de empresas controladas e coligadas

Figura 7 – Cinco aspectos relevantes da *Lei das SA's* e suas revisões

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação, com base na *Lei* e em suas revisões.



**1. ARTIGO 4º.**

O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente pode ser cancelado se a companhia emissora, o acionista controlador ou a sociedade controladora, direta ou indiretamente, formularem OPA para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado por preço justo

Terminado o prazo de oferta fixado pela CVM, se remanescerem em circulação menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia, a AG poderá deliberar o resgate dessas ações pelo preço acima citado, observando procedimentos estabelecidos pela CVM

O acionista controlador ou sociedade controladora que adquirir ações de companhia aberta, que eleve sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações, de tal forma a impedir a liquidez do mercado de ações remanescente (segundo critérios da CVM), será obrigado(a) a fazer uma OPA abrangendo a totalidade das ações remanescentes, a preço justo

**2. ARTIGO 15**

O número de ações preferenciais sem direito a voto não pode ultrapassar 50% das ações emitidas (o limite anterior era 1/3). Ressalta-se que tal regra se aplica apenas às novas aberturas de capital, conforme artigo 8º. da lei 10.303 (31/10/01)

**3. ARTIGO 17**

As preferências ou vantagens de ações preferenciais podem consistir: 1. em prioridade de distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; 2. em prioridade no reembolso do capital, com ou sem prêmio; 3. na acumulação das preferências e vantagens citadas

Independentemente do direito de receber ou não o reembolso de capital com ou sem prêmio, as ações preferenciais sem direito a voto ou com restrição de exercício do voto somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

- a. direito de participar do dividendo distribuído correspondente a pelo menos 25% do lucro líquido do exercício, conforme os critérios:
  - prioridade no recebimento dos dividendos mencionados correspondente a no mínimo 3% do patrimônio líquido da ação e,
  - direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ações ordinárias, depois de a essas estar assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido conforme anterior
- b. direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% superior ao atribuído a cada ação ordinária
- c. direito de serem incluídas em OPA para alienação (venda) do controle da companhia, assegurado o dividendo pelo menos igual ao atribuído às ações ordinárias

Salvo no caso de ações com dividendo fixo, o *estatuto* não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar de aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros

**4. ARTIGO 109**

O *estatuto* pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia ou entre os acionistas controladores e os minoritários poderão ser solucionados mediante *arbitragem*

**5. ARTIGO 118**

O presidente da AG ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração a *acordo de acionistas* devidamente arquivado

O não comparecimento a AG ou a reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como abstenções de voto de qualquer parte de *acordo de acionistas* ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de *acordo de acionistas* assegurará à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissa e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada

Figura 8 – Principais contribuições da reforma da *Lei das SA's* (continua)

**6. ARTIGO 141**

Terão direito de eleger um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na AG, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:

- a. de ações de emissão de companhia com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% do total das ações com direito a voto e,
- b. de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta que representem, no mínimo, 10% do capital total, e que não houverem exercido o direito previsto no estatuto

Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram os critérios acima exigidos, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem, em conjunto, um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o *quorum* exigido em (b)

É importante destacar que o artigo 8º. da lei 10.303 (31/10/01) preconiza que a eleição de um conselheiro pelos acionistas minoritários deve ser feita a partir de uma *lista triplíce* elaborada pelo acionista controlador. A lei não *obriga* a apresentação da *lista triplíce*, que fica a critério do controlador. A partir da AG de 2006, tal conselheiro poderá ser eleito conforme disposto acima, independentemente do período de mandato do conselheiro a ser substituído

**7. ARTIGO 142**

A escolha e a destituição do auditor independente ficará sujeita a veto, devidamente fundamentado, dos conselheiros representantes de acionistas minoritários, eleitos conforme o artigo 141

**8. ARTIGO 147**

O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da AG, aquele que: 1. ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; 2; tiver interesse conflitante com a sociedade. A comprovação dessas condições deve ser efetuada por meio de declaração do conselheiro, sob as penas da lei

**9. ARTIGO 155**

É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários

**10. ARTIGO 157**

Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente à CVM e às *bolsas de valores* ou entidades de mercado de balcão organizado, nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia

**11. ARTIGOS 163 e 165**

As diversas funções de fiscalização podem ser executadas por qualquer um dos membros do conselho fiscal. Tal conselho poderá solicitar aos órgãos da administração esclarecimentos ou informações, desde que relativas à sua função fiscalizadora (artigo 163)

Os membros do conselho fiscal deverão exercer suas funções no exclusivo interesse da companhia, sendo considerado abusivo o exercício da função com o fim de causar dano à companhia ou aos seus acionistas, ou de obter para si ou para outrem, vantagem a que não faz juz e de que resulte ou possa resultar prejuízo para a companhia, seus acionistas ou administradores (artigo 165)

**12. ARTIGO 254-A**

A alienação direta ou indireta do controle da companhia aberta somente deverá ser contratada se o adquirente fizer uma OPA, oferecendo aos detentores de ações ordinárias um mínimo de 80% do valor pago por ação ordinária integrante do bloco de controle (*tag along*).

**13. ARTIGO 289**

Sem prejuízo da obrigatoriedade de publicações ordenadas pela *Lei* no órgão oficial da União ou do Estado, conforme o lugar em que esteja situada a sede da companhia, e em outro jornal de grande circulação editado na localidade onde está situada a sede da companhia, as companhias abertas poderão disponibilizar as referidas publicações pela rede mundial de computadores

Figura 8 – Principais contribuições da reforma da *Lei das SA's* (conclusão)

Fonte - DELOITTE, 2003, p. 1, *Lei das SA's* (6.404, 15/12/76) e *Nova Lei das SA's* (10.303, 31/10/01), adaptada pela autora da dissertação.

Nota - Os destaques aqui apresentados não esgotam o escopo da reforma, detalhada na íntegra no âmbito da primeira fonte de consulta acima citada. Não foram representados todos os artigos da *Lei das SA's*, objeto de modificações e/ou acréscimos; ademais, para os artigos aqui mencionados, não foram listadas todas as modificações e/ou acréscimos.

Não se pode negar, entretanto, que a reforma da *Lei das SA's* também contemplou os *grupos de controle*, nas disposições que tratam dos *acordos de acionistas*; ademais, aspectos como a restrição da emissão de ações ordinárias em 50% *apenas* para novas aberturas de capital e a *exigência de lista tríplice* para a indicação de representante ao conselho de administração (até a AG de 2005) ilustram os limites da reforma, que não foi *arrojada*.

Como terceiro aspecto relativo à governança corporativa nacional, menciona-se o a existência de conselhos de administração fracos, dominados por acionistas controladores, bem como os *acordos de acionistas* freqüentes<sup>54</sup>. A reforma da *Lei das SA's* atrelou a atuação dos conselhos às disposições dos *acordos de acionistas* (artigo 118).

Segundo pesquisa do IBGC et al. (2002), conselhos de administração no Brasil são pautados por: 1. hegemonia de representantes dos acionistas majoritários; 2. pequena distinção entre as funções de conselho e as funções de diretoria, especialmente nas companhias familiares; 3. presença insatisfatória de conselheiros independentes e profissionais; 4. remuneração de conselheiros relegada a segundo plano; 5. informalidade.

Silveira (2002) desenvolveu uma pesquisa com o propósito de investigar correlações entre três características dos conselhos de administração de companhias abertas nacionais, e medidas de valor e de desempenho das companhias: 1. presença de pessoas distintas ocupando os cargos de presidente do conselho e de diretor executivo; 2. tamanho do conselho; 3. independência do conselho.

No que concerne ao exercício das funções da presidência do conselho e presidência executiva por pessoas distintas, as evidências indicaram maior valor de mercado para as companhias abertas que assim procedem. Segundo Silveira (2002), tal resultado não decorreria de uma melhoria de desempenho, mas de uma percepção mais positiva do mercado com relação à companhia.

No que tange à análise do tamanho do conselho, as companhias abertas com cinco a sete membros no conselho de administração apresentaram maior valor de mercado; ademais, as companhias com cinco a oito membros apresentaram melhores indicadores de desempenho. Tal resultado sinaliza uma *faixa ótima* de tamanho para os conselhos de administração das companhias abertas brasileiras. Já no que respeita à análise da independência do conselho, a

---

<sup>54</sup> Ressalta-se que o compartilhamento de poder em diversas companhias abertas privatizadas decorre de procedimentos privatizantes adotados, os quais não priorizaram a distribuição do capital das companhias a um maior número de acionistas, de modo a distribuir o controle e a conferir maior democratização ao mercado de capitais nacional, ampliando-se a base de acionistas minoritários no país.

pesquisa não identificou correlação significativa entre essa variável e o valor de mercado ou o desempenho corporativo.

Um aspecto interessante dos conselhos de administração no País é identificado por Monaco (2000), o qual afirma que as companhias estatais têm, em média, 2,25 vezes mais conselheiros do que as companhias privadas; tal constatação sugere que, nas estatais, as necessidades de representatividade política são maiores.

A atuação dos conselhos de administração está atrelada, pela *Lei das SA's*, aos *acordos de acionistas*, instrumentos que objetivam a estabilização das relações entre acionistas, principalmente nas organizações em que o controle corporativo é compartilhado. Tais *acordos* ficaram em evidência com as privatizações.

Filho (2002) aponta uma relação entre as decisões das companhias e os *acordos de acionistas*, tendo identificado que grande parte das decisões estratégicas se dá no âmbito do *acordo de acionistas*. Procianoy (2002) também aponta a relevância dos *acordos de acionistas* no contexto nacional.

Mas, em que pesem as dificuldades, identifica-se no Brasil um *movimento pela governança corporativa*, a exemplo do que ocorre em outros países, que conta com o engajamento e o apoio de importantes organizações. Cinco *grandes evidências* relacionadas a seguir, que não esgotam as possibilidades, atestam a existência de um *movimento nacional pela governança corporativa*.

A primeira evidência é a própria reforma da *Lei das SA's* (modificada pela Lei 10.053, 31/10/01), que objetivou melhorar a proteção dos direitos de acionistas minoritários, ainda que os resultados tenham sido modestos face às necessidades de fortalecimento do mercado de capitais nacional, conforme considera Gorga (2003). A reforma em questão tem sido objeto de grandes discussões no âmbito do mercado de capitais.

O lançamento, em junho de 2002, de novos segmentos de mercado pela BOVESPA – os *Níveis 1 e 2 de governança corporativa* e o *Novo Mercado* (inspirado no *Neuer Market* alemão<sup>55</sup>) - corresponde à segunda evidência de um *movimento pela governança corporativa* no País. A adesão de uma companhia aberta aos níveis citados<sup>56</sup>

---

<sup>55</sup> Segundo Leal (2002), vários países europeus criaram um *Novo Mercado*, como a Alemanha, a Bélgica, a Holanda, a Espanha e a França; 80% das transações nesses *Novos Mercados* estão concentradas na Alemanha.

<sup>56</sup> Até 10/12/03, a distribuição das companhias com relação aos segmentos de governança corporativa, para um total de 407 companhias abertas, era de duas companhias listadas no *Novo Mercado*, três companhias listadas no *Nível 2* e 29 companhias listadas no *Nível 1*, totalizando 34 companhias.

implica a assinatura de um *contrato de adesão* com a BOVESPA. A figura 9 relaciona as regras relativas aos segmentos citados.

<p><b>NÍVEL 1</b></p> <p>Para adesão a esse <i>Nível</i>, são exigidos os seguintes requisitos pela BOVESPA: 1. manutenção de uma parcela mínima de 25% de ações no mercado (<i>free float</i>)<sup>57</sup>; 2. realização de OPA's, via mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; 3. melhoria das informações prestadas trimestralmente; 4. cumprimento das regras de transparência (<i>disclosure</i>) em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de controladores ou administradores; 5. divulgação de <i>acordos de acionistas</i> e programas de opções (<i>stock options</i>); 6. disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos</p> <p><b>NÍVEL 2</b></p> <p>Acrescentam-se aos requisitos anteriores: 1. mandato unificado de um ano para todo o conselho de administração; 2. disponibilização de <i>balanço anual</i> segundo as normas do US GAAP ou IAS; 3. <i>tag along</i> de 100% para acionistas ordinaristas e mínimo de 70% para acionistas preferencialistas; 4. direito de votos às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo; 5. obrigatoriedade de realização de uma OPA para todas as ações em circulação, pelo valor econômico<sup>58</sup>, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação nesse <i>Nível</i>; 6. adesão à <i>câmara de arbitragem</i> para a resolução de conflitos societários</p> <p><b>NOVO MERCADO</b> <b>(PÚBLICO-ALVO: COMPANHIAS INTERESSADAS EM ABRIR O CAPITAL)</b></p> <p>Além das obrigações dos <i>Níveis 1 e 2</i>, as companhias devem: 1. emitir apenas ações ordinárias; 2. conceder <i>tag along</i> de 100% sem distinguir acionistas; 3. estabelecer período de vedação à negociação das ações por parte dos controladores originais (<i>lock up</i>) de seis meses + 60% nos seis meses subsequentes</p>
--

Figura 9 – Requisitos dos segmentos de mercado criados pela BOVESPA

Fonte - BOVESPA, 2002, disponível em: <www.bovespa.com.br> Adaptada pela autora da dissertação.

Carvalho (2003) analisou o efeito da migração de um conjunto de empresas para os níveis de governança corporativa mais elevados criados pela BOVESPA, entre junho de 2001 e maio de 2002, tendo detectado impacto positivo sobre a valoração das ações (retornos anormais positivos), aumento do volume de negociação das ações e aumento da liquidez das ações.

A terceira evidência do *movimento* em questão é o *Plano Diretor do Mercado de Capitais 2002* (ROCCA, 2002), aprovado e subscrito por um conjunto respeitável de

<sup>57</sup> Ações negociadas livremente em mercado aberto.

<sup>58</sup> O valor econômico de um ativo corresponde ao valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros a serem gerados pelo mesmo, descontados a um custo de capital que reflita o risco desses fluxos.

entidades de mercado, a saber: APIMEC<sup>59</sup>, ABRAPP, ABRASCA, ADEVAL, ANBID, ANCOR, ANDIMA, ANIMEC, BM&F, BOVESPA, BVRJ, CNB, FEBRABAN, FIESP, Força Sindical, IBEF, IBGC, IBMEC, IBRACON, IBRI, SINDICOR RJ, SINDICOR SP e SOMA. Tal *Plano*, anunciado em cerimônia promovida pela BOVESPA em 17/05/02, contempla 50 ações para o fortalecimento do mercado, dentre as quais, seis relacionadas com a governança corporativa.

A quarta evidência do *movimento* em tela é a emergência de propostas de *códigos de governança corporativa*, elaborados por entidades como a CVM, o IBGC e a ANIMEC. Os *códigos* citados apresentam semelhanças e especificidades. Ressalta-se que as próprias companhias podem adotar *códigos* elaborados internamente, baseados ou não nos exemplos citados<sup>60</sup>, disponibilizados (o que seria desejável) ou não para o mercado.

A emergência da *responsabilidade social* no Brasil corresponde à quinta evidência do *movimento pela governança corporativa* no Brasil. Torres (2001, p. 24) destaca como propulsores: 1. a cobrança de agências internacionais de fomento; 2. as campanhas de várias entidades preocupadas com a preservação ambiental; 3. a Constituição de 1988, que “representou grande avanço tanto em questões sociais quanto ambientais”; 4. o exemplo e o resultado de grandes programas educacionais, esportivos, ambientais e de apoio cultural.

#### 2.4 Principais aspectos convergentes

A seguir, apresentam-se as principais convergências que resultam do conteúdo teórico até aqui apresentado, no que se refere aos tópicos: 1. transações, custos de transação e mitigantes; 2. mecanismos de governança da economia; 3. governança, governança corporativa e seu caráter de constructo; 4. implicações das teorias da governança corporativa em termos do macroambiente; 5. desenvolvimento econômico e democratização do capital no Brasil; 6. reforma da *Lei das SA's vis-à-vis das regras do jogo* no Brasil; 7. consistência do *movimento nacional pela governança corporativa*.

O primeiro aspecto convergente é que as economias capitalistas constituem espaços de realização de inúmeras transações entre agentes com diferentes motivações e limitações cognitivas, as quais envolvem custos de transação. A necessidade de economizar

---

<sup>59</sup> As regionais São Paulo, Minas Gerais, Distrito Federal, Sul e Nordeste da ABAMEC constituíram uma nova entidade, denominada APIMEC (implantada em 2003 no Rio de Janeiro), que congrega modalidades adicionais de categorias de associados.

custos de transação implica a criação de diferentes modalidades de *estruturas de governança*, com características distintas, e de instituições ou *regras do jogo*, formais e informais.

O segundo aspecto convergente é que existem mecanismos de governança não contempladas por Hollingsworth e Boyer (1997), representadas na figura 10: 1. as *instâncias especiais de arbitragem*, que exercem atividades de mediação; 2. as *organizações intermercados*, intermediadoras de transações de mercado, como as *bolsas de valores*, de *mercadorias*, os bancos e outras organizações financeiras; 3. as *organizações fiduciárias*, que administram poupanças, como os *investidores institucionais*; 4. as *organizações comunitárias*, que expressam interesses sociais diversos, como diversas organizações não governamentais.

É importante ressaltar que as *organizações intermercados*, *fiduciárias* e *comunitárias* podem operar, *organizacionalmente*, utilizando estruturas similares às estruturas criadas em hierarquias privadas e estatais. Mas, conceitualmente, é mais razoável considerar tais organizações na posição em que se encontram representadas na figura 10.

O terceiro aspecto convergente é que os conceitos de governança e de governança corporativa são distintos, porém, interligados. Governança é a coordenação de atividades econômicas – o desempenho de um *papel* especial no contexto de uma economia. Governança corporativa é a governança exercida no âmbito restrito dos limites da organização – a condução dos negócios organizacionais, em nível da *cúpula* da organização.

Mesmo à luz dos conceitos acima apresentados, os quais objetivam qualificar a diferença entre governança e governança corporativa, a presente dissertação enfatiza o caráter de *constructo* da governança corporativa, conforme ilustrado na figura 11. O entendimento é que ainda não é factível, academicamente, caracterizar os múltiplos aspectos da condução dos negócios organizacionais sem descrever os modelos e principais visões sobre o tema. Nenhuma vertente teórica sobre governança corporativa apresenta, até o momento, *força intrínseca* com potencial para absorver e explicar todas as demais.

Sobre a figura 11, quatro aspectos devem ser destacados. O primeiro aspecto é que a teoria institucional - especialmente quando se consideram autores cuja obra se baseia nos contratos, tais como Coase (1937), Williamson (1985, 1996), Hollingsworth e Boeyer (1997) e North (1990) – descreve os fundamentos econômicos mais relevantes sobre os quais se assenta o *constructo* governança corporativa, o qual também exige conceitos associados a outras disciplinas, além da economia.

---

<sup>60</sup> Há mais de 50 códigos de governança corporativa no mundo, criados por entidades de mercado, investidores institucionais etc (não sendo incluídos aqui os códigos das companhias).

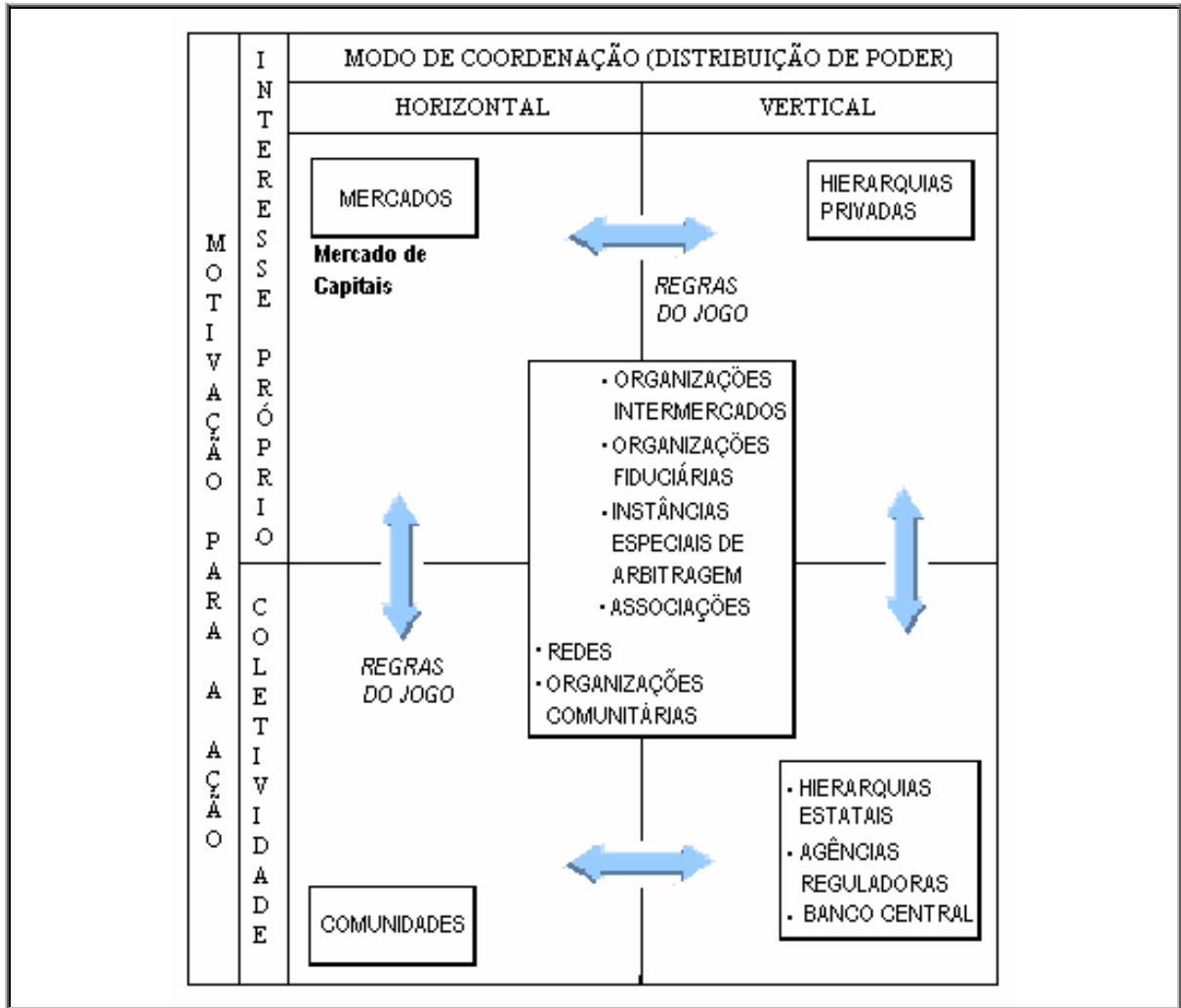


Figura 10 – Modos de coordenação e governança ampliados

Fonte: HOLLINGSWORTH E BOYER, 1997, p. 9 e 12, adaptado e ampliado pela autora da dissertação.

Nota: As *regras do jogo* permeiam o ambiente econômico e modelam a operação e o desempenho dos mecanismos de governança da economia. O mercado de capitais é enquadrado na figura.

O segundo aspecto a destacar é que os quatro modelos representados (também indicados na figura 2 e descritos ao longo deste capítulo), ainda que concentrem a maior parte da literatura acadêmica sobre governança corporativa – especialmente os dois primeiros modelos - não são suficientes, *per se*, para explicar toda a complexidade inerente ao *constructo*.

O terceiro aspecto a destacar é que a figura 11 é consistente com o caráter restrito da palavra *modelo* adotado no âmbito da presente dissertação; as visões ali representadas (correspondentes às visões da figura 2, descritas ao longo deste capítulo) podem ser vistas como *janelas de observação* ou *recortes* que melhor caracterizam os desafios impostos aos *governantes corporativos*.



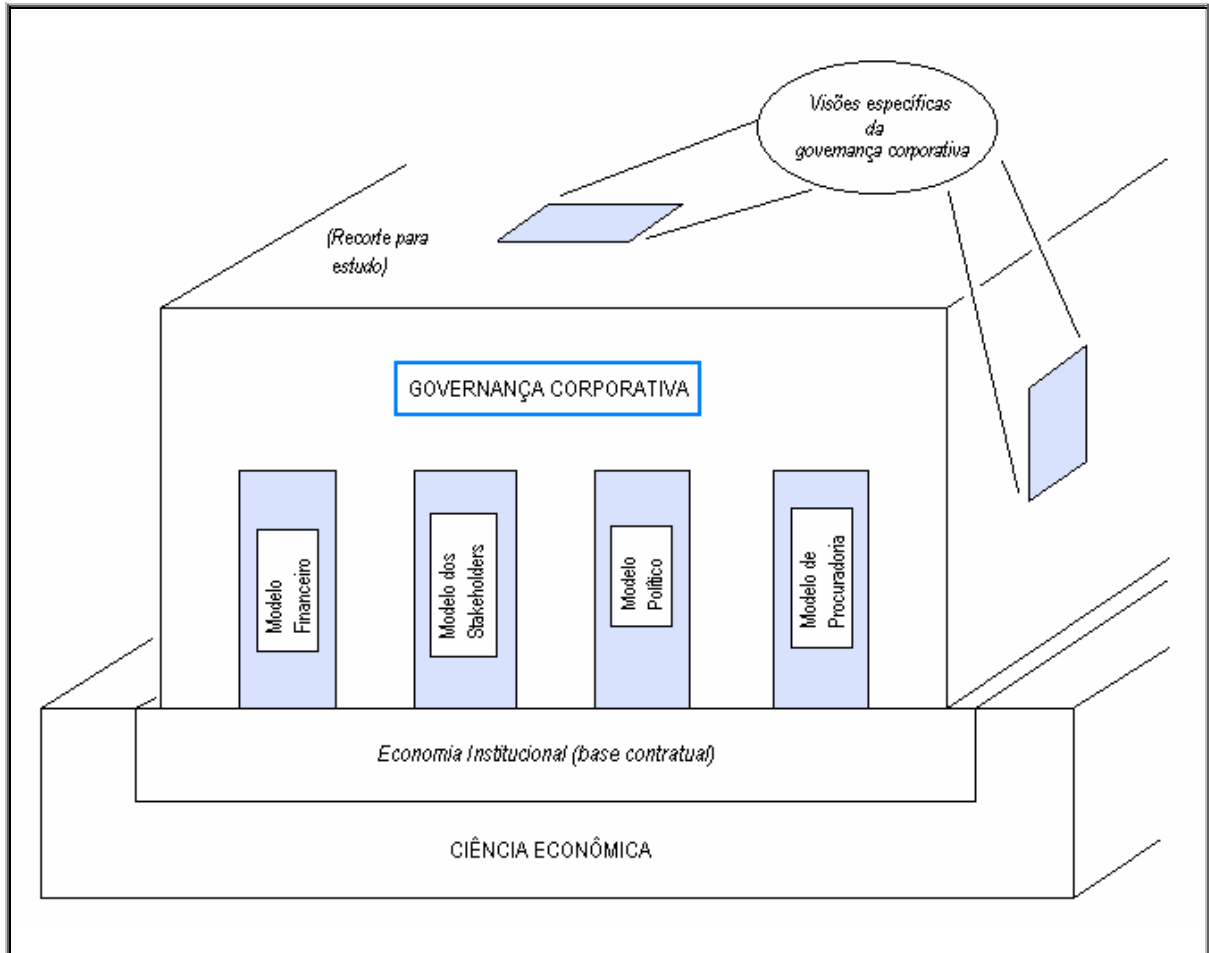


Figura 11 – O constructo governança corporativa

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

Adicionalmente, a percepção é que os modelos financeiro e dos *stakeholders* podem caminhar no sentido da convergência para a visão esclarecida dos públicos relevantes, ainda que não exatamente nos moldes preconizados por Jensen (2001), que pouco contempla as potencialidades de valorização do capital intelectual (especialmente do capital humano).

O quarto aspecto convergente do referencial teórico desenvolvido é que, dentre os modelos e visões da governança corporativa aqui apresentados, destacam-se os seguintes, que apresentam, de forma mais explícita, implicações em termos do macroambiente:

1. o modelo dos públicos relevantes (*stakeholders theory*), no âmbito do qual as firmas assumem responsabilidades perante diversos públicos, como, por exemplo, empregados, as quais podem estar associadas a uma redução do *papel* do Estado no atendimento a necessidades desses públicos, implicando ainda a redução do pagamento de tributos;
2. a visão esclarecida dos públicos relevantes (*enlightened stakeholders theory*), que considera o objetivo da busca de maximização do valor de mercado das firmas e o atendimento

- inteligente às justas demandas dos públicos relevantes, à luz da relação positiva entre valor de mercado das companhias e bem-estar social;
3. a visão da economia dos custos de transação, que preconiza o ajustamento entre transações e respectivos mecanismos de governança (contratos diferentes para diferentes contrapartes), de modo a reduzir custos de transação (de contratação, principalmente *ex post*) e a ampliar a eficiência da economia;
  4. a visão do *capitalismo fiduciário*, que prevê distribuição da propriedade e incentivos aos *investidores institucionais*, resultando na democratização da propriedade, dos ganhos e dos riscos empresariais, e ainda, no fortalecimento da poupança, via mercado de capitais;
  5. o modelo político, já que o *papel* do Estado é fundamental na proteção dos direitos dos investidores e no fortalecimento dos mercados de capitais. Mercados em que tais direitos são menos protegidos tendem a apresentar maior concentração de propriedade e, conseqüentemente, menor distribuição da riqueza.

O quinto aspecto convergente é que a economia nacional, caracterizada pela concentração de propriedade, pela ingerência do Estado nas organizações – via legislação e regulamentação - e pela hegemonia dos acionistas controladores nos diversos *sistemas de governança corporativa*, poderia ser beneficiada, em grande medida, pela maior distribuição de capital na sociedade, a exemplo do que ocorre nos EUA. Privatizações democratizantes constituem uma possibilidade que se apresenta aos condutores da economia nacional.

O sexto aspecto convergente diz respeito à reforma da *Lei das SA's*. Se tal reforma não foi satisfatória sob o *prisma* da proteção ideal de acionistas minoritários (apesar de alguns avanços), por outro lado foi a *reforma possível*, já que as mudanças mais profundas nas *regras do jogo* formais e informais que imperam em uma sociedade não são fáceis ou ocorrem a curto prazo.

O sétimo e último aspecto convergente é que o Brasil está integrado ao *movimento mundial pela governança corporativa*. A inserção do País no ambiente global de negócios e a abertura do mercado de capitais nacional a investidores com distintos perfis – independentemente das críticas feitas à globalização financeira quanto à produção de desigualdade e instabilidade econômica, social e política - pressionam as companhias nacionais à adoção de melhores práticas. Assim, incentivado por forças externas e internas, o *movimento pela governança corporativa*<sup>61</sup> é consistente e a percepção é que a *idéia de uma boa governança corporativa* se instalou para ficar.

---

<sup>61</sup> Considerando-se aqui a governança corporativa como mais do que um conceito instrumental, ligado à adoção de boas práticas, mas como a *condução dos negócios organizacionais, em nível da cúpula da organização*.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Características gerais da pesquisa: tipo e critérios de qualidade

No que tange ao tipo de pesquisa, a presente dissertação de mestrado contemplou uma pesquisa exploratória. Para Selltiz et al. (1967), estudos formulativos, sistemáticos ou exploratórios enfatizam a descoberta de idéias e discernimentos. Samara e Barros (1997, p. 24) observam:

Os estudos exploratórios, também denominados *desk research*, têm como principal característica a informalidade, a flexibilidade e criatividade, e neles procura-se obter um primeiro contato com a situação a ser pesquisada ou um melhor conhecimento sobre o objeto em estudo levantado, e hipóteses a serem confirmadas. Os estudos exploratórios são realizados a partir de dados secundários (já disponíveis), conversas informais com pessoas especializadas no assunto de interesse e estudo de casos selecionados, em que se incluem também pesquisas já realizadas.

Mattar (1996, p. 19) argumenta:

Mesmo quando já existam conhecimentos do pesquisador sobre o assunto, a pesquisa exploratória também se faz útil, pois normalmente para um mesmo fato poderá haver inúmeras explicações alternativas, e sua utilização permitirá ao pesquisador tomar conhecimento, senão de todas, da maioria delas.

A literatura acadêmica sobre governança corporativa em âmbito nacional ainda não é muito extensa, comparada à produção desenvolvida nos EUA, *berço* do tema. Parte significativa dos estudos nacionais dedica-se a explicar aspectos como características da propriedade das companhias com ações em *bolsa de valores*, a estrutura dos conselhos de administração e o atendimento aos interesses dos públicos relevantes (*stakeholders*), *vis-à-vis* dos interesses dos proprietários.

Questões de relevo aqui abrangidas, tais como desenho da estratégia e tomada de decisões estratégicas (especialmente no que tange às potencialidades de influência de acionistas minoritários), relacionamento com investidores, transparência informacional e adoção de práticas de governança corporativa, ainda não foram exploradas no contexto brasileiro *na forma aqui articulada*. Pesquisas bibliográficas sobre governança corporativa empreendidas junto a entidades de ensino superior do Brasil não identificaram trabalhos com foco similar ao proposto.

Buscou-se explorar o ponto de vista de cinco categorias de interesse: públicos corporativos com grande acesso ao SDE, gestores de portfólio, acionistas minoritários, uma especialista em direito societário e executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA. Desenvolveu-se, portanto, uma investigação multiangular e caracterizada pelas perspectivas corporativa e de agentes do mercado de capitais nacional.

A qualidade da pesquisa foi buscada pela adoção de três critérios<sup>62</sup>: 1. validade do desenho metodológico; 2. robustez dos instrumentos de pesquisa; 3. confiabilidade dos resultados. No que concerne ao primeiro, ressalta-se: o desenho metodológico baseou-se em referências acadêmicas sólidas: a *estrela* de Galbraith (1995), um instrumento de análise da arquitetura (projeto) de organizações, conforme detalhado no item 3.3.

A robustez dos instrumentos de pesquisa - os cinco questionários de referência que orientaram as entrevistas - foi testada através da realização de sete pre-testes, os quais não apenas permitiram o aprimoramento dos questionários, como agregaram contribuições relevantes à elucidação do problema de pesquisa *per se*.

A confiabilidade dos resultados da pesquisa foi buscada por meio de procedimentos bem definidos, claros e que podem ser reprisados por outro pesquisador qualificado, entendendo-se que se tais procedimentos forem novamente adotados para um universo de entrevistados, com perfis similares ou distintos, conduzirão a resultados consistentes.

### 3.2 Coleta de dados: estratégia, instrumento e dinâmica de coleta

Segundo Castro (2002), pesquisas qualitativas são mais orientadas para a percepção de uma realidade que se investiga. Já as pesquisas quantitativas são pautadas pela utilização intensiva de ferramentas de análise e tratamento quantitativo de dados. A pesquisa desenvolvida no âmbito da presente dissertação é, a um só tempo, qualitativa e quantitativa (objetivando melhor qualificar a parte qualitativa), adotando-se ambas as estratégias.

O instrumento de coleta de dados considerado foi a entrevista estruturada, realizada com 24 participantes, distribuídos entre cinco categorias de interesse: públicos corporativos com grande acesso ao SDE (6), gestores de portfólio (5), acionistas minoritários

---

<sup>62</sup>Tais critérios foram baseados em Yin (2001), o qual preconiza três critérios para a realização de pesquisas via estudo de caso: 1. validade do constructo (deve-se estabelecer um conjunto operacional de medidas para reduzir a subjetividade da pesquisa); 2. validade externa (as descobertas relativas a um estudo de caso devem ser extensíveis a outros); 3. confiabilidade (se um pesquisador seguiu os mesmos passos seguidos por outro, deve chegar às mesmas conclusões). As idéias do autor foram consideradas relevantes como elementos de referência para os três critérios aqui considerados.

individuais (7), especialista em direito societário (1) e executivos da ANIMEC (1), APIMEC-MG (1), IBGC (1) e BOVESPA (2).

No que concerne à dinâmica, a coleta de dados compreendeu seis etapas: 1. seleção e contatos informais e formais com potenciais entrevistados; 2. levantamento das informações preliminares sobre os entrevistados e sobre as duas companhias nas quais uma parte dos mesmos exerce suas atividades profissionais (no caso dos públicos corporativos); 3. elaboração de cinco questionários de referência; 4. realização de sete pre-testes; 5. realização das entrevistas; 6. organização de informações coletadas.

A seleção e os contatos com os potenciais entrevistados (primeira etapa da coleta) foram feitos definindo-se um número mínimo de entrevistas por categoria, com base em expectativas realistas de negociação com os mesmos<sup>63</sup>, e realizando-se contatos por telefone e por *e-mail*.

O levantamento de informações preliminares sobre os 24 entrevistados e sobre as duas companhias (segunda etapa da coleta) foi feito por meio dos seguintes meios e fontes: 1. contatos por telefone e presenciais (entrevistados); 2. portal na *internet*, no *site* dedicado ao relacionamento com investidores (companhias); 3. *Relatório Anual de Administração* (versões 2001 e 2002) e, no caso do BANCO ITAÚ *HOLDING* FINANCEIRA S/A – BANCO ITAÚ (uma das duas companhias), relatório distribuído aos profissionais de investimentos associados da APIMEC-MG, em 06/11/03, data de apresentação dos resultados da companhia em Belo Horizonte.

A figura 12 apresenta a relação dos entrevistados e, no que se refere aos públicos corporativos, informações sobre as suas respectivas companhias. Ressalta-se que os três primeiros entrevistados exercem suas atividades profissionais em uma organização aqui designada como COMPANHIA X. Já os três entrevistados subsequentes exercem suas atividades no BANCO ITAÚ. Destaca-se, no caso dos acionistas minoritários individuais, a preocupação com a escolha de pessoas com bom nível de escolaridade e, ainda, o interesse genuíno pelo investimento em ações.

---

<sup>63</sup> A mestranda deparou-se com resistência em algumas companhias abertas consultadas. Percebeu-se que a menção da expressão *acionistas minoritários* causou preocupação, apesar do caráter exploratório da dissertação.

**(NA SEQUÊNCIA DE REALIZAÇÃO DAS ENTREVISTAS)  
PÚBLICOS CORPORATIVOS**

COMPANHIA X (três pre-testes)

- ❑ Conselheiro – integrante do conselho de administração (conselheiro 1)
- ❑ Executiva cuja atividade profissional resulta em trânsito intenso junto ao conselho de administração, à presidência e à diretoria (executiva)
- ❑ Conselheiro – integrante do conselho de administração (conselheiro 2)

A COMPANHIA X reúne atividades industriais e de prestação de serviços. Sobre a mesma, ressaltam-se:

- ❑ A presidência do conselho de administração e a presidência executiva são ocupadas por pessoas distintas
- ❑ O conselho de administração é integrado por conselheiros representantes do acionistas majoritário e por conselheiros representantes de acionistas minoritários. Não há conselheiros independentes
- ❑ A área de RI é reconhecida no mercado de capitais nacional pelo trabalho de alto nível
- ❑ A companhia conta com diversos comitês, como o Comitê de Planejamento Estratégico, o Comitê de Priorização de Investimentos e o Comitê de Crédito

BANCO ITAÚ *HOLDING* FINANCEIRA S/A

- ❑ Sr. Geraldo Soares, gerente geral de RI. O Sr. Geraldo é vice-presidente do IBRI, conselheiro do INI, mestre em contabilidade pela FEA-USP e foi eleito o melhor profissional de RI pelos analistas associados da APIMEC nacional em 2002
- ❑ Sr. Alfredo Egydio Setubal, diretor de RI e vice-presidente executivo de mercado de capitais, é também presidente do conselho de administração do IBRI e presidente da ANBID. O Sr. Alfredo foi eleito o melhor profissional de RI pelos associados da APIMEC nacional em 1999 e 2003
- ❑ Prof. Dr. Sílvio Aparecido de Carvalho, diretor executivo de controladoria. O Prof. Sílvio é mestre e doutor em Contabilidade pela FEA-USP

O BANCO ITAÚ *HOLDING* FINANCEIRA S/A apresenta as seguintes credenciais:

- ❑ Maior valor de mercado do sistema bancário brasileiro: R\$ 26,9 bilhões (31/10/03)
- ❑ *Financial Holding Company*, concedido pelo *Federal Reserve - FED*
- ❑ Integrante do *Dow Jones Sustainability World Index* desde 1999
- ❑ Maior participação no *índice de governança corporativa* da BOVESPA (*Nível 1*): 19,5% (05/11/03)
- ❑ Melhor governança corporativa em mercados emergentes e 3<sup>a</sup> do mundo (*Euromoney Magazine*).
- ❑ Melhor banco no Brasil em 2002 (Revista *Global Finance*)
- ❑ Banco do Ano de 2001 – *Hors Concours* (Revista *Latin Finance*)
- ❑ Marca mais valiosa do Brasil: US\$ 1,1 bilhão, segundo a *Interbrand* (junho de 2003)

Adicionalmente:

- ❑ A presidência do conselho de administração e a presidência executiva são ocupadas por profissionais distintos, da mesma família
- ❑ O conselho de administração é integrado por conselheiros representantes do acionista majoritário e por três conselheiros independentes
- ❑ A área de RI é reconhecida no mercado de capitais nacional pelo trabalho de alto nível, contando com profissionais premiados (conforme acima)
- ❑ A companhia conta com diversas Comissões, como: Comissão Executiva Bancária, Comissão Executiva Financeira, Comissões Operacionais (Comissão Executiva Operacional, Comissão Técnica Bancária, Comissão de Informática, Subcomissão Operacional Empresas/Corp e Subcomissão Operacional de Agências), Comissão de Crédito, Comissão de Mercado de Capitais, Comissão de Administração de Ativos Financeiros, Comissão de Racionalização de Processos e Custos, Comissão Executiva do Programa Itaú Social, Comissão Executiva de Recursos Humanos, Comissão de Auditoria, Comissão de Crédito Imobiliário e o Comitê de Desenvolvimento das Plataformas Itaú-Empresas

Figura 12 – Apresentação do conjunto de 24 entrevistados (continua)

**GESTORES DE PORTIFÓLIO**

- Gestor de um fundo de pensão de médio porte (gestor 1)
- Gestor de fundos de investimento de firma independente (gestor 2)
- Gestor de um fundo de pensão de grande porte (gestor 3)
- Gestor de fundos de investimento de banco (gestor 4)
- Gestor de fundos e clubes de investimento de corretora de valores mobiliários (gestor 5)

**ACIONISTAS MINORITÁRIOS INDIVIDUAIS**

- Acionista minoritária – economista (acionista 1)
- Acionista minoritário – engenheiro e físico (acionista 2)
- Acionista minoritário – engenheiro (acionista 3)
- Acionista minoritário – economista (acionista 4)
- Acionista minoritário – economista e administrador (acionista 5)
- Acionista minoritário – engenheiro (acionista 6)
- Acionista minoritário – administrador (acionista 7)

**ESPECIALISTA EM DIREITO SOCIETÁRIO**

- Advogada especialista em direito societário e em governança corporativa

**EXECUTIVOS DA ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC E BOVESPA**

- Sr. Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC.
- Sr. João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG
- Sra. Heloísa Bedicks, diretora executiva do IBGC
- Sra. Maria Helena Santana, superintendente de relações com empresas da BOVESPA
- Sra. Adriana P. Sanches, supervisora de desenvolvimento de empresas da BOVESPA

Figura 12 – Apresentação do conjunto de 24 entrevistados (conclusão)

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

Nota - Tendo em vista o compromisso de confidencialidade assumido pela autora com respeito à COMPANHIA X e aos seus entrevistados, foram propositalmente omitidas informações que permitissem sua identificação.

No que tange à elaboração dos cinco questionários de referência para a realização das entrevistas (terceira etapa da coleta), que detalharam os blocos de questões básicas apresentadas no APÊNDICE A, ressaltam-se os aspectos listados na figura 13.

A elaboração dos questionários considerou as variáveis de pesquisa, observando-se que o problema de pesquisa, enunciado no capítulo 1, divide-se em duas partes: *1. qualificação da importância do SDE de companhias com ações em bolsa de valores, em dimensões relevantes; 2. identificação dos principais limites potenciais de influência dos acionistas minoritários excluídos do controle na construção desse sistema, segundo as percepções de diversos públicos.*

**PÚBLICOS CORPORATIVOS  
(Q1 – APÊNDICE B)**

Divide-se em três partes:

- ❑ Identificação do modelo de governança corporativa predominante na organização. Os respondentes ordenaram um conjunto de 16 afirmativas divididas em quatro blocos (quatro alternativas por bloco), pela ordem de importância para a companhia, segundo sua percepção. As afirmativas em tela referem-se aos quatro modelos de governança corporativa descritos no referencial teórico
- ❑ Análise, de forma fechada, de 60 práticas de governança corporativa, consoante diversos quesitos (A a J). Nenhuma das práticas em questão teve preocupação específica com a interveniência direta nas decisões estratégicas *per se*, mas no sistema que produz tais decisões. A *estrela de Galbraith* (1995), descrita no item 3.3, orientou a proposição das 60 práticas. Cada um dos cinco vértices da *estrela* foi descrito por 12 práticas
- ❑ Resolução de um conjunto de 16 questões de detalhamento abertas, contemplando uma específica e 15 comuns a outras categorias, abrangendo tópicos como: AG, conselho de administração, área de RI, transparência informacional, *acordos de acionistas*, legislação, regulamentação e democratização do mercado de capitais nacional

**GESTORES DE PORTIFÓLIO E ACIONISTAS MINORITÁRIOS INDIVIDUAIS  
(Q2 e Q3 – questões específicas no APÊNDICE C e questões comuns nos APÊNDICES B e C)**

Os questionários Q2 e Q3 se compuseram de questões abertas e fechadas, observando-se:

- ❑ A maior parte das questões abertas é comum ao questionário Q1
- ❑ As 60 práticas de governança corporativa introduzidas no questionário Q1 foram avaliadas pelos gestores de portfólio e pelos acionistas minoritários, no que se refere à conveniência de conhecimento das mesmas pelo mercado e à sua implantação por um conjunto de nove companhias abertas de primeira linha

**ESPECIALISTA EM DIREITO SOCIETÁRIO E EXECUTIVOS DE ORGANIZAÇÕES DE MERCADO  
(Q4 e Q5 – questões específicas no APÊNDICE C e questões comuns nos APÊNDICES B e C)**

A estrutura desses questionários é similar à dos questionários Q2 e Q3.

Figura 13 – Questionários elaborados

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

A primeira parte do problema foi respondida da seguinte forma: 1. no caso dos públicos corporativos (*insiders*), via avaliação do conjunto de 60 práticas de governança corporativa associadas ao SDE, apresentado no APÊNDICE B, segunda parte, quesitos E e F (contribuição das práticas para a melhoria do SDE e para atendimento aos interesses de todos os acionistas). Ao validarem as práticas quanto a esses quesitos, os públicos corporativos validaram o SDE em dimensões relevantes; 2. no caso dos demais entrevistados, por meio da quarta e quinta questões apresentadas no APÊNDICE C, comuns às categorias (importância da estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas, e interesse do entrevistado pelos cinco vértices em questão)<sup>64</sup>.

<sup>64</sup> As 60 práticas e as cinco dimensões citadas se referem à *estrela de Galbraith* (1995), vista no item 3.3.



Se a primeira parte do problema foi pesquisada via questões fechadas, a segunda parte foi pesquisada por intermédio de questões abertas que objetivaram: 1. servir como *ponto de partida* para que os entrevistados expressassem suas opiniões; 2. prospectar, da melhor forma possível - principalmente no que concerne ao conselho de administração – os *limites potenciais de influência de acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE (fronteiras de influência)*, através de questões formuladas com a preocupação de contemplar, efetivamente, interesses desses minoritários.

Assim, a segunda parte do problema foi resolvida por meio da análise do conteúdo das respostas dadas a seis questões do questionário Q1, comuns aos demais questionários (terceira parte), de três questões específicas do questionário Q4, aplicado à especialista em direito societário, e das três questões específicas do questionário Q5, aplicado aos executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA.

As questões acima citadas são: 1. questão 2, relativa à dinâmica das AG's (Q1 a Q5); 2. questão 3, relativa à dinâmica de reuniões do conselho de administração (*idem*); 3. questão 4, relativa a medidas para confortar acionistas minoritários quanto a decisões tomadas pelo conselho (*idem*); 4. questão 5, relativa às formas como os conselheiros podem tomar melhores decisões objetivando beneficiar a todos os acionistas (*idem*); 5. questão 6, relativa à área de RI enquanto canal de manifestação de investidores minoritários (*idem*); 7. questões específicas 3 a 5 (Q4); 8. questões específicas 1 a 3 (Q5).

Ressalta-se que todas as questões dos questionários Q1 a Q5, formuladas objetivando o aproveitamento da oportunidade de entrevistar profissionais experientes de companhias abertas e do mercado de capitais nacional, permitiram, de uma forma mais ampla, o atendimento aos objetivos da dissertação, descritos no capítulo 1.

Os questionários foram submetidos a sete pre-testes, aplicados às categorias públicos corporativos (3), gestores de portfólio (2) e acionistas minoritários individuais (2) (quarta etapa da coleta). Tendo em vista a realização prévia dos pre-testes citados, não se considerou necessário validar os questionários aplicados à especialista em direito societário e aos executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA.

Todas as entrevistas (quinta etapa da coleta) – incluindo os pre-testes - foram precedidas pela entrega dos questionários ao entrevistados, para conhecimento prévio. Parte dos entrevistados empreendeu uma primeira tentativa de resposta por escrito, que subsidiou as discussões que se seguiram.

Destaca-se que, quando houve opinião que atingisse, de forma crítica e polemizante, algum extrato das categorias pesquisadas, investigou-se a visão da parte

criticada para enriquecimento da pesquisa (o que ocorreu uma única vez, com os gestores de portfólio, quando um dos gestores criticou duas outras modalidades de gestores).

No que tange à organização das informações coletadas para avaliação de resultados (sexta etapa da coleta), foi elaborado um relatório sucinto por entrevistado, encaminhado ao mesmo, contemplando as respostas e conclusões tiradas acerca de cada entrevista. No caso do BANCO ITAÚ, o relatório foi elaborado considerando as três entrevistas realizadas com seus profissionais, analisadas de forma consolidada.

### 3.3 Desenho metodológico

Utilizou-se, na resolução da primeira parte do problema de pesquisa, um instrumento egresso da teoria das organizações: a *estrela* de Galbraith (1995). Procedeu-se ainda a uma *varredura* dos seguintes conteúdos, em busca de subsídios à preparação da pesquisa: 1. *Lei das SA's* e suas revisões; 2. regras do *Novo Mercado* da BOVESPA; 3. *códigos de governança corporativa* da CVM, IBGC e ANIMEC.

No que respeita à *estrela* de Galbraith (1995), o autor identifica, como modeladores organizacionais, o poder dos compradores, a variedade de escolhas oferecidas aos mesmos, as mudanças de situação e a velocidade dos acontecimentos. Para o autor, as organizações atuais devem ser responsivas e flexíveis, devendo ser projetadas para serem baseadas em conhecimento, efetivas, oferecendo respostas rápidas a consumidores poderosos.

Galbraith (1995, p. 11) afirma:

O quadro de referência para a arquitetura organizacional é o fundamento sobre o qual a companhia baseia suas escolhas de arquitetura. O quadro de referência consiste de uma série de políticas de arquitetura, que são controláveis pela gestão e que podem influenciar o comportamento dos empregados. As políticas são as ferramentas através das quais a gestão deve se tornar qualificada para modelar efetivamente as decisões e comportamentos em suas organizações (GALBRAITH, 1995, p. 11).

O autor aponta cinco elementos constituintes de um projeto organizacional, representados na figura 14: 1. estratégia; 2. estrutura; 3. processos; 4. pessoas; 5. recompensas. A estratégia constitui, na perspectiva do autor, a *fórmula para vencer da organização*. Especifica objetivos, metas, valores, missão, mercados, produtos e serviços e forças de vantagem competitiva. Estabelece os critérios para a escolha dentre diversas formas alternativas de organização e corresponde ao primeiro vértice do modelo estrela.

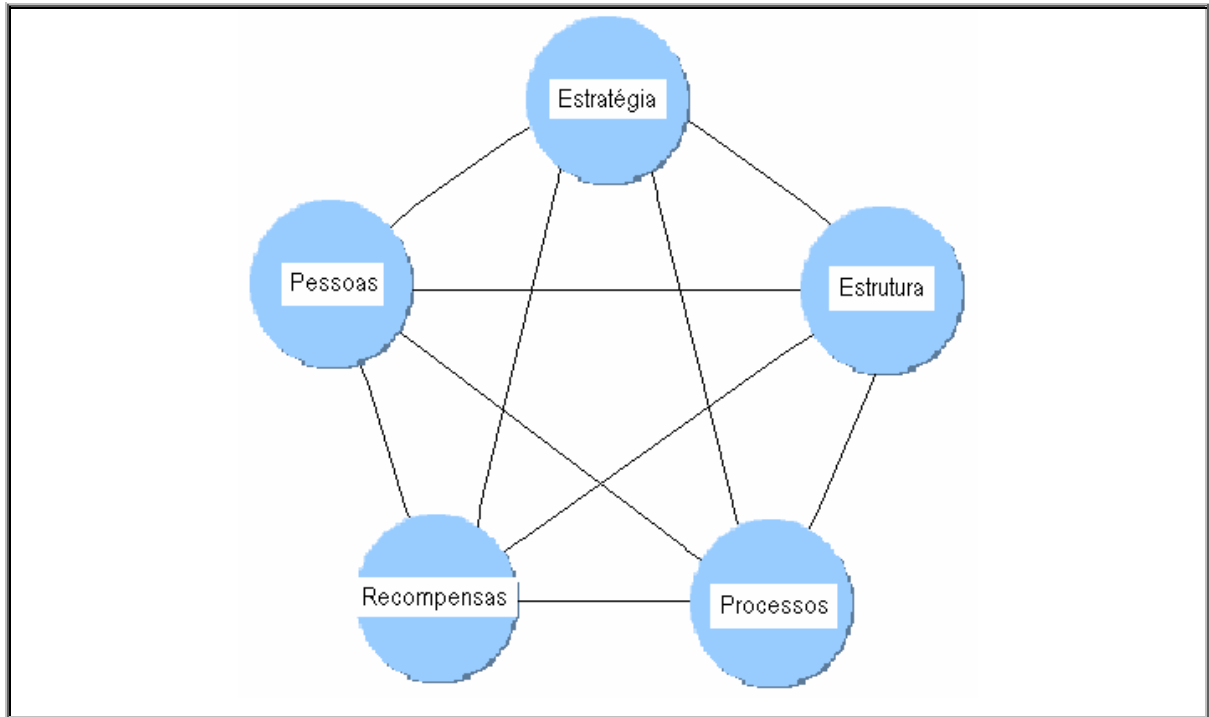


Figura 14 – *A estrela de Galbraith (1995)*

Fonte - GALBRAITH, 1995. p. 12.

A estrutura define a alocação de poder e autoridade na organização. Envolve, segundo Galbraith (1995), quatro áreas: especialização (tipos e quantidades de especializações usadas na execução do trabalho), forma (dimensionamento de áreas no que concerne a quantidade de profissionais), distribuição de poder (centralização *versus* descentralização) e departamentalização (base para a formação de departamentos em cada nível da estrutura).

Se a estrutura corresponde à *anatomia* da organização, os processos correspondem, na perspectiva de Galbraith (1995), à sua *fisiologia* ou funcionamento. Existem processos verticais, projetados para operar de forma centralizada, e horizontais ou laterais, projetados em torno do fluxo de trabalho.

As recompensas visam o alinhamento entre os objetivos da organização e os objetivos dos empregados. Os sistemas de recompensa regulam salários, promoções, bônus, participação nos lucros, opções de ações e outros mecanismos. Segundo Galbraith (1995), grandes mudanças vêm ocorrendo nesse campo. Organizações têm implementado práticas de recompensa por habilidade, combinadas com bônus ou sistemas de participação nos resultados. Deve existir coerência entre os sistemas de recompensa e os demais vértices da *estrela*.

Finalmente, a gestão de pessoas compreende, na perspectiva de Galbraith (1995), as políticas de recrutamento, seleção, rotatividade, treinamento e desenvolvimento. As políticas formam os talentos, as habilidades e as capacidades necessárias para a execução da estratégia.

Organizações flexíveis requerem pessoas também flexíveis. Equipes multidisciplinares requerem pessoas com características generalistas e capazes de cooperar com as demais.

A figura 15 apresenta a organização, a AG, o SDE organizacional – no âmbito do qual se diferencia o ambiente da governança corporativa e ao qual se transpôs a *estrela de Galbraith* (1995), contemplada nos questionários Q1 (APÊNDICE B, segunda parte, quesitos E e F) a Q5 (APÊNDICE C, questões comuns 4 e 5). Assim, os entrevistados validaram, com as suas respostas, a transposição da *estrela* ao SDE e, no âmbito do mesmo, ao ambiente de governança corporativa.

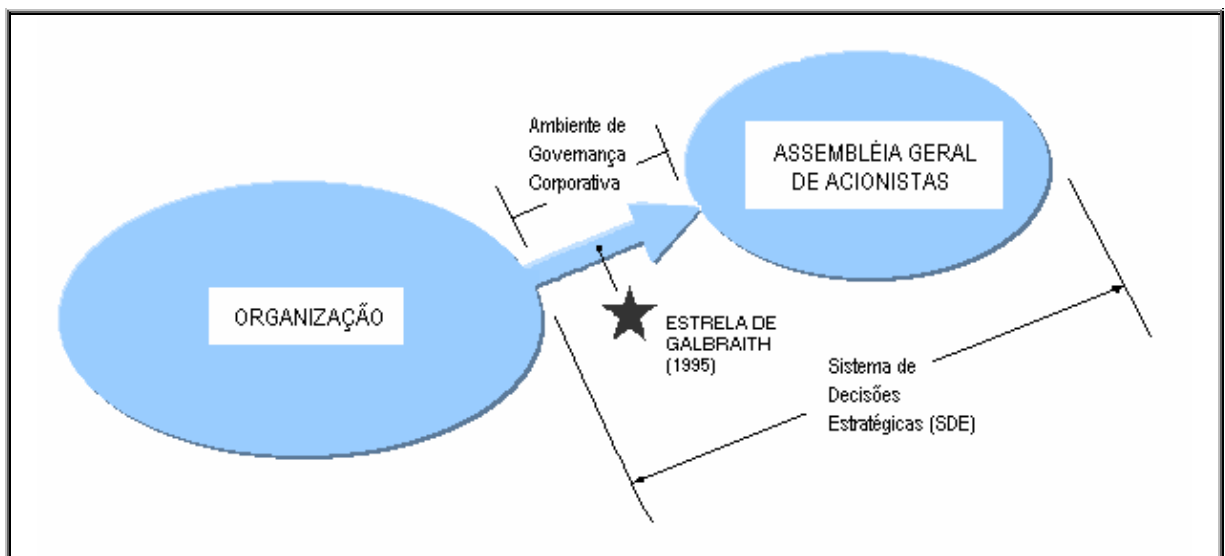


Figura 15 – Transposição da *estrela de Galbraith* (1995) ao SDE

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação. A AG é uma instância supra-organizacional.

A transposição da *estrela* de Galbraith (1995) ao ambiente de governança corporativa, representada na figura 15, a análise dos resultados da pesquisa e a resolução do problema de pesquisa, apresentadas no capítulo 4, ensejaram a proposta de uma forma de representação da arquitetura organizacional que reconhece a dimensão da governança corporativa; qualificando-a, em conjunto com as dimensões da cultura organizacional e da gestão das operações, como uma dimensão básica da organização. Os fundamentos dessa proposta constituem o fechamento do capítulo 4.

## 4 ANÁLISE DE RESULTADOS

### 4.1 Aspectos preliminares

A análise dos resultados desta dissertação é apresentada em oito etapas, conforme a seguir: 1. perspectiva dos públicos corporativos; 2. perspectiva dos gestores de portfólio; 3. perspectiva dos acionistas minoritários individuais; 4. perspectiva da especialista em direito societário; 5. perspectiva dos executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA; 6. resolução do problema de pesquisa, que se divide em duas partes (conforme enunciado no capítulo 1); 7. análise consolidada das perspectivas das cinco categorias, incluindo aspectos relevantes que emergiram das entrevistas; 8. descrição das bases para a apresentação de uma proposta de representação da arquitetura organizacional, representada no capítulo 5.

A análise das respostas apresentadas pelos públicos corporativos tem como premissas: 1. os entrevistados são *insiders*, com conhecimento privilegiado acerca do que ocorre em âmbito organizacional; 2. o pensamento de *insiders* que exercem ou têm potencial para exercer influência sobre o SDE revela peculiaridades da visão de atores organizacionais relevantes. Já no caso dos demais entrevistados, as premissas são: 1. os mesmos são *outsiders* que integram categorias relevantes do mercado de capitais e que apresentam níveis de conhecimento variados acerca do que ocorre em âmbito organizacional; 2. o pensamento desses *outsiders* revela peculiaridades das categorias em questão. Cumpre observar que as visões de *insiders* e *outsiders* são construídas, necessariamente, sob ângulos distintos.

O presente capítulo deve ser considerado à luz do conteúdo dos APÊNDICES apresentados ao final, a saber: 1. APÊNDICE A - 11 blocos de questões básicas, introduzidas no capítulo 1, submetidas às cinco categorias de entrevistados; 2. APÊNDICES B e C - questionários Q1 a Q5, que constituem desdobramentos dos blocos citados; 3. APÊNDICES D a F – organização das respostas que emergiram nas entrevistas realizadas com os públicos corporativos, gestores de portfólio e acionistas minoritários individuais; 4. APÊNDICES G e H – trechos mais relevantes das entrevistas realizadas com a especialista em direito societário e com os executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA; 5. APÊNDICE I a L – resultados das entrevistas realizadas com as cinco categorias, organizados de diferentes formas; 6. APÊNDICE M – contribuições de 12 dos 24 entrevistados à proposta de representação da arquitetura organizacional acima citada; 7. APÊNDICE N - listagem com as principais sugestões feitas por entrevistados, dispersas ao longo do capítulo.

#### 4.2 A perspectiva de governança dos públicos corporativos<sup>65</sup>

A categoria públicos corporativos compreende dois membros do conselho de administração e uma executiva com trânsito intenso junto ao conselho, à presidência e à diretoria da COMPANHIA X, assim como os diretores de RI, de controladoria e o gerente geral de RI do BANCO ITAÚ *HOLDING FINANCEIRA S/A - BANCO ITAÚ*.<sup>66</sup>

Inicialmente, analisam-se os resultados relativos aos aspectos específicos, na seqüência: 1. modelo de governança preponderante na organização; 2. implantação de um conjunto de 60 práticas de governança corporativa (*status* da implantação, instrumentos de *compliance* e autoria da proposta de cada prática); 3. pontos fortes e pontos a aprimorar no SDE, especialmente quando se considera a atenção dispensada aos acionistas minoritários.

A seguir, analisam-se os resultados relativos aos aspectos comuns com outras categorias de entrevistados, na seqüência: 1. instâncias formais de decisão - AG, conselho de administração (dinâmica de funcionamento, medidas para confortar acionistas minoritários sobre decisões, formas de tomar melhores decisões, que beneficiem todos os acionistas, e influência de conselheiros) e área de RI; 2. dimensões relevantes do SDE (estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas - quanto à importância e ao interesse demonstrado por minoritários sobre esses cinco vértices); 3. práticas especiais de governança corporativa; 4. transparência informacional; 5. *acordos de acionistas*; 6. legislação, regulamentação e democratização do mercado de capitais.

O modelo de governança corporativa preponderante na COMPANHIA X e no BANCO ITAÚ é o financeiro, segundo os respectivos entrevistados. No caso do BANCO ITAÚ emergiu de forma espontânea, além da preponderância do modelo financeiro, a preocupação da companhia com públicos relevantes (*stakeholders*) como os funcionários e a sociedade, manifestada em diversas iniciativas internas, no *código de ética* adotado pela organização e na existência da Fundação Itaú Social. Os demais modelos estão presentes nas duas organizações, mas não foi registrada uma convergência de opiniões quanto à ordem de importância.

As considerações em questão permitem inferir: 1. a perspectiva acadêmica prevalescente em estudos sobre governança corporativa - o modelo financeiro – encontra ressonância no pensamento de importantes *insiders* organizacionais; 2. *insiders* podem

---

<sup>65</sup> A palavra governança é expressa neste capítulo com o sentido de governança corporativa.

reconhecer que a criação de valor para os acionistas leva em consideração interesses de outros públicos relevantes (*stakeholders*). Ressalta-se que o instrumento de identificação do modelo preponderante utilizado na dissertação (primeira parte do questionário Q1) não capta *nuances* organizacionais, como a *intensidade da preocupação* com os diversos aspectos ligados aos modelos de governança, mas poderia ser aprimorado para tal finalidade.

No que concerne à implantação de um conjunto de 60 práticas de governança corporativa associadas ao SDE, distribuídas uniformemente entre os vértices estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas (dimensões da *estrela* de Galbraith, 1995), a COMPANHIA X implantou 26 ou 43,3% das mesmas e o BANCO ITAÚ, 55 ou 91,7%. No caso da COMPANHIA X, as práticas não implantadas estão enquadradas nos vértices estrutura (práticas 2 a 12), processos (9 a 11), pessoas (1 a 4 e 6 a 12) e recompensas (3 a 6 e 8 a 12). No caso do BANCO ITAÚ, apenas as seguintes práticas não foram ainda implantadas:

1. criação de um Comitê de Governança Corporativa (vértice estrutura, prática 6);
2. avaliação periódica do presidente e dos diretores pelo conselho de administração (vértice pessoas, prática 10);
3. avaliação periódica de integrantes dos comitês de apoio (comitês do conselho) e da área de RI pelo conselho de administração (idem, prática 11);
4. estabelecimento de critério e procedimentos claros e transparentes para avaliação do presidente, dos diretores, de integrantes de comitês de apoio (comitês do conselho) e da área de RI pelo conselho de administração (idem, prática 12);
5. compensação de conselheiros, consistindo de uma parcela fixa e uma parcela variável atrelada ao desempenho da companhia decorrente das boas decisões (vértice recompensas, prática 4).

Dos resultados em questão, emergem as seguintes considerações: 1. o mercado de capitais abriga companhias em níveis consideravelmente distintos de implantação de práticas de governança; 2. companhias podem tender à implantação de práticas mais ligadas a dimensões como a estratégia e os processos; a estrutura, as pessoas e as recompensas podem não receber a mesma atenção; 3. avaliações da presidência, da diretoria, de comitês do conselho, da área de RI e de outras instâncias pelo conselho de administração (assim como a avaliação do próprio conselho de administração, não contemplada no presente estudo) são desafios que se impõem à

---

<sup>66</sup> As três primeiras entrevistas foram pre-testes. Em função das disponibilidades das agendas de trabalho de dois entrevistados, suas entrevistas focalizaram as questões do questionário Q1 relacionadas com a resolução do problema de pesquisa.

governança das companhias; 4. similarmente, a adoção de critérios de remuneração já aplicados, na prática, a executivos, a membros de conselhos, também constitui um desafio.

No que respeita à previsão das 60 práticas sob análise em instrumentos de *compliance*, não foi possível identificar, no caso do BANCO ITAÚ (única organização avaliada com respeito ao quesito), para 49 ou 89,1% das 55 práticas já implantadas, a previsão das mesmas em um instrumento de regulamentação interna específico - *estatuto, acordo de acionistas* ou *código de governança corporativa* adotado pela companhia.

A constatação acima apresentada sugere: 1. relevantes práticas de governança podem ser adotadas pelas companhias sem que estejam, necessariamente, explicitadas nos instrumentos citados; 2. conhecimento relevante sobre práticas de governança pode existir sob a forma de *conhecimento tácito*<sup>67</sup>, não formalizado, no âmbito das organizações; 3. pode existir espaço para enriquecimento dos instrumentos citados quanto às práticas que deveriam ser contempladas por organizações.

No que se refere à origem das propostas de cada uma das 60 práticas avaliadas, não foi possível identificar com precisão, no caso do BANCO ITAÚ (única organização avaliada com respeito ao quesito), para 32 ou 58,2% das 55 práticas já implantadas, tal origem; as propostas surgiram em reuniões do conselho de administração. Para 23 ou 41,8% das práticas implantadas, as respectivas propostas foram apresentadas por conselheiros representantes dos acionistas majoritários (famílias controladoras) e por administradores.

A constatação supra permite supor: 1. a construção do SDE pode ser realizada, em grande medida, via atuação do conselho de administração, que aparenta ser ativo no BANCO ITAÚ (com mais de 58,2% de proposição das 60 práticas avaliadas); 2. a participação de conselheiros representantes de acionistas majoritários e de administradores na apresentação de propostas de práticas de governança pode ser significativa, como ocorre no BANCO ITAÚ (com no mínimo 41,8% das práticas propostas pelos mesmos); 3. mesmo que não tenha sido factível identificar, especificamente, a participação de conselheiros independentes na proposição das práticas já implantadas, isso não significa que a mesma (inserida nas práticas propostas pelo conselho) seja inexistente ou pouco significativa.

Os pontos fortes identificados relativamente aos SDE's das COMPANHIA X e do BANCO ITAÚ, na visão dos entrevistados respectivos, são: 1. a postura do acionista majoritário quanto à busca de criação de valor econômico e quanto ao consenso (COMPANHIA X); 2. a presença de conselheiros representantes de acionistas minoritários no

---

<sup>67</sup> Conhecimento disponível nas companhias, de forma não estruturada. Em geral, tal conhecimento é detido por pessoas e não está documentado.



conselho de administração (idem); 3. o foco na criação de valor econômico (BANCO ITAÚ); 4. a condução da organização de forma profissional pelas famílias controladoras (idem); 5. o conselho de administração atuante (idem).

A partir dos pontos fortes acima relacionados, depreende-se que, na visão de *insiders*: 1. a busca de criação de valor econômico - pressuposto do modelo financeiro – pode constituir ponto forte de uma companhia, assim como características do acionista majoritário (postura e profissionalização) e dos conselhos de administração (atuação pautada pelo consenso e representação de minoritários); 2. assim, a *fixação do objetivo da companhia (criação de valor econômico), o modus operandi do acionista majoritário e o modus operandi do conselho* podem ensejar oportunidades de fortalecimento de aspectos específicos dos SDE's, segundo esses atores.

Os pontos a aprimorar relativamente aos SDE's das COMPANHIA X e do BANCO ITAÚ, na visão dos entrevistados respectivos, são: 1. transparência na prestação de informações (COMPANHIA X); 2. auditoria (BANCO ITAÚ); 3. a comunicação com os acionistas (idem); 4. a expansão da base acionária de investidores individuais no Brasil (idem); 5. a exposição organizacional no exterior, que poderia ser maior (idem).

Dos pontos citados, emergem: 1. as preocupações com transparência informacional e melhor comunicação com os acionistas estão relacionadas ao desejo de melhorar a percepção de públicos externos sobre os *fundamentos* organizacionais; 2. ao serem inquiridos sobre o SDE, *insiders* podem expressar preocupações não diretamente associadas à definição da estratégia e à tomada de decisões estratégicas (funções do SDE), mas a outras funções também relevantes de governança (produção de informações para *stakeholders*, relacionamento com os mesmos e fiscalização dentre outras). Destaca-se a percepção de que os entrevistados demonstraram, em suas respostas, dificuldade em separar as funções citadas.

Medidas práticas foram citadas pelos entrevistados e associadas pelos mesmos ao aprimoramento do SDE, tais como: 1. criação de uma *Sala do Acionista*, onde acionistas possam obter informações organizacionais de forma mais estimulante do que em documentos impressos e na *internet* (COMPANHIA X); 2. implantação do Comitê de Auditoria (em curso no BANCO ITAÚ); 3. criação de *grupos de foco*<sup>68</sup>, compostos por acionistas minoritários (implementada pelo BANCO ITAÚ); 4. criação de um jornal trimestral, em substituição ao

---

<sup>68</sup> O *grupo de foco (focus group)* constitui uma dinâmica de *marketing* que objetiva conhecer o pensamento de representantes de determinada categoria, reunidos em um mesmo ambiente para conversar sobre/debater questões de seu interesse. A dinâmica é conduzida por profissionais qualificados, os quais avaliam em profundidade as reações e respostas dos participantes convidados a questões previamente preparadas.

relatório trimestral com as demonstrações financeiras (identificada pelo BANCO ITAÚ). Tais medidas podem ser interessantes para companhias abertas nacionais.

No que tange à dinâmica de funcionamento, as AG's na COMPANHIA X e no BANCO ITAÚ são consideravelmente diferentes. Na primeira companhia, os entrevistados identificaram capacidade de organização e participação significativa de representantes de fundos de ações. No BANCO ITAÚ, a presença e participação dos investidores é muito baixa, apesar do esforço de divulgação, o que poderia ser explicado, segundo os entrevistados, pela crença na inefetividade da participação dos investidores.

Adicionalmente, emergiram, das opiniões de dois entrevistados, a relevância da participação dos investidores, como forma de manifestação de sua voz - *voice* (entrevistada da COMPANHIA X) -, e o maior número de reuniões com analistas de investimento no Brasil, em comparação com os EUA, onde a AG é *forum* de maiores discussões (entrevistado do BANCO ITAÚ).

A análise da dinâmica das AG's, segundo o ponto de vista dos públicos corporativos, permite destacar os seguintes aspectos relevantes: 1. AG's podem ser pautadas pela presença e participação pouco expressiva ou expressiva de investidores (ainda que a primeira situação seja, provavelmente, a que mais ocorre no mercado nacional); 2. a crença dos investidores na efetividade de estar presente e participar desponta como um fator que modela a dinâmica das AG's (no caso do BANCO ITAÚ, a postura de abertura do acionista majoritário aparenta ser sobrepujada pela crença em questão); 3. no País, as reuniões realizadas com os investidores pelas áreas de RI das companhias abertas podem constituir oportunidades de presença e participação percebidas como mais concretas do que as AG's.

No que refere à sua dinâmica, as reuniões dos conselhos de administração da COMPANHIA X e do BANCO ITAÚ, segundo os respectivos entrevistados, são pautadas por posicionamento similar do acionista majoritário, cujos pressupostos são a boa vontade de ouvir e a busca de consenso. Na COMPANHIA X, ficou evidenciado que a busca de consenso não é fácil, sendo pautada por discussões intensas. Entrevistados do BANCO ITAÚ ainda destacaram a postura de abertura do presidente do conselho de administração e a receptividade às sugestões dos conselheiros.

As considerações apresentadas pelos entrevistados são de grande relevância para a governança corporativa das corporações em geral, pois demonstram que, em que pese o *conflito de agência* inerente ao relacionamento *acionista majoritário-acionistas minoritários*: 1. o conflito pode não ser a *tônica* das reuniões do conselho de administração; 2. a *tônica*

pode ser a *busca de consenso* na tomada de decisões; 3. a *busca de consenso* está vinculada ao posicionamento do acionista majoritário; 4. a busca de consenso pode não ser fácil.

Um aspecto relevante foi levantado por um dos entrevistados do BANCO ITAÚ, que foi o único a apontá-lo no conjunto de 24 participantes da pesquisa: o entrevistado demonstrou otimismo com a chegada ao poder da *terceira geração* de diversas famílias. A chegada da *terceira geração* impõe, de fato, às companhias governadas por famílias, o desafio de conciliar profissionalização e a defesa dos interesses familiares.

No que concerne às medidas destinadas a conferir conforto aos acionistas minoritários excluídos do controle quanto às decisões tomadas pelo conselho de administração, os entrevistados destacaram: 1. a *busca de consenso* (COMPANHIA X); 2. a atuação da área de RI (idem); 3. transparência, que é fundamental mas que somente será factível se o majoritário visualizar a *bolsa de valores* como um *centro de liquidez* para o seu patrimônio - como um *locus* em que o preço da companhia é formado (BANCO ITAÚ); 4. a criação consistente de valor econômico para os acionistas (idem).

Os resultados acima indicam: 1. *insiders* podem ter consciência quanto à necessidade de melhorar a percepção dos investidores, de conferir maior conforto aos mesmos quanto às decisões tomadas pelo conselho; 2. a melhoria da percepção pode ser alcançada, na opinião desses atores, através de indicadores como criação consistente de valor econômico, busca de consenso nas decisões do conselho, relacionamento com os investidores e transparência para os investidores; 3. destarte, a melhoria da percepção pode ser alcançada através de *grandes indicadores* associados ao quadrilátero *fixação do objetivo da companhia (criação de valor econômico) - modus operandi do acionista majoritário - modus operandi do conselho de administração - modus operandi da área de RI*.

Quanto às formas com os conselheiros podem tomar decisões em benefício de todos os acionistas, os entrevistados da COMPANHIA X indicaram aspectos como: 1. intenção do acionista majoritário, no sentido da criação de valor econômico para todos os acionistas; 2. capacitação e proatividade dos conselheiros; 3. utilização de suas prerrogativas, no sentido do uso do poder legal que detêm; 4. participação dos conselheiros na construção do *plano estratégico*; 5. competência, se possível, reconhecida nacionalmente; 6. maturidade do presidente do conselho de administração na condução dos trabalhos.

Já os entrevistados do BANCO ITAÚ indicaram: 1. a postura de abertura do acionista majoritário; 2. a capacidade de os conselheiros agregarem contribuições relevantes e fundamentadas; 3. sua personalidade, no sentido de não se intimidarem perante outros membros do conselho, que podem ser pessoas bem sucedidas e/ou reconhecidas pelo mercado

pela sua capacitação; 4. sua capacidade de construir um relacionamento de respeito com os demais conselheiros, um trabalho de longo prazo (*idem*). A fama e um bom nome no mercado podem facilitar o ingresso no conselho, mas não garantem os requisitos citados.

Os resultados em tela permitem dizer: a tomada de decisões pelo conselho de administração envolve, em grande medida, relevantes aspectos do *modus operandi do acionista majoritário* (postura de abertura) e do *modus operandi do próprio conselho* (procedimentos de atuação e características dos conselheiros); 2. *insiders* podem divergir quanto à importância da fama e do bom nome dos conselheiros no mercado, valorizando-as a maior ou a menor.

No que concerne ao potencial de influência de conselheiros, para os entrevistados da COMPANHIA X, considerados conjuntamente, no mínimo sete práticas ainda não implantadas (11,7% do total de 60 ou 20,6% das 34 não implantadas) teriam chance mínima de 50% de viabilização, se propostas por conselheiros representantes de acionistas minoritários, ou por conselheiros independentes (os últimos atualmente inexitem na companhia).

No caso do BANCO ITAÚ, a avaliação feita considerando-se todo o conjunto de 60 práticas - pois apenas cinco ainda não foram implantadas - denota grande potencial de influência de conselheiros que não sejam representantes do acionista controlador: as 60 práticas (100,0%) teriam chance mínima de viabilização de 50%, caso propostas por conselheiros independentes (atualmente, três), ou por conselheiros representantes de acionistas minoritários (inexistentes na companhia).

As considerações apresentadas são de grande relevância para a governança das corporações em geral, pois demonstram que, em que pese o *conflito de agência acionista majoritário-acionistas minoritários*, segundo *insiders*: 1. conselheiros representantes de acionistas minoritários e conselheiros independentes podem ter chances apreciáveis de influir no SDE; em maior ou menor medida; 2. as chances de influência de conselheiros representantes de acionistas minoritários e de conselheiros independentes podem não apresentar grande diferença entre si; 3. as chances de influência de conselheiros representantes do acionista majoritário e dos demais conselheiros podem apresentar maior ou menor diferença entre si; 4. as condições específicas do contexto de decisão corporativo determinarão as chances citadas.

No que tange à área de RI, segundo o entrevistado da COMPANHIA X, a área leva subsídios à cúpula, relevantes à construção do SDE. Requisitos relevantes deveriam ser observados pela mesma, como: 1. transparência; 2. qualidade das informações; 3. disponibilidade para atender a todos os tipos de investidores; 4. implantação de programa de *road show*, visando levar informações aos principais investidores minoritários.

Já segundo os entrevistados do BANCO ITAÚ, a área constitui um *canal* de prestação de informações aos investidores, a depender da visão do acionista majoritário quanto à transparência informacional; ademais, a organização opera com o princípio da *segmentação* do mercado de capitais, objetivando fazer com que as demandas de vários públicos – acionistas e outros - sejam bem atendidas, e que as informações alcancem a todos. Segundo um de seus entrevistados, o BANCO ITAÚ concede significativa atenção a questionamentos de investidores.

O entendimento resultante é que: 1. o *modus operandi da área de RI* dependerá, fundamentalmente, da visão do acionista majoritário sobre como a mesma deve operar; 2. a área de RI pode operar consoante princípios como *bilateralidade* (sendo *canal de mão-dupla* entre a cúpula da companhia e o mercado de capitais), transparência, qualidade, isonomia de alcance das informações, segmentação das tratativas dos agentes de mercado, atenção às demandas dos agentes e mobilidade (ida dos profissionais de RI até os investidores); 3. os profissionais de RI devem ter um perfil profissional condizente com os princípios citados.

A análise das dimensões relevantes do SDE, estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas, baseada no conjunto de 60 práticas considerado, revela que a grande maioria das práticas em questão apresenta ou apresentaria (caso implantada), contribuição mínima moderada para a melhoria do SDE e para o atendimento aos interesses de todos os acionistas, segundo os respectivos entrevistados da COMPANHIA X e do BANCO ITAÚ (tal aspecto é visto em maiores detalhes no item 4.7, na resolução da primeira parte do problema de pesquisa).

Ainda segundo o BANCO ITAÚ (única organização avaliada com respeito a esse quesito específico), 22 das 60 práticas (36,7%) têm sido objeto de interesse moderado a excepcional por parte de minoritários, através de manifestações à área de RI. Entretanto, 38 práticas (63,3%) não têm sido objeto de interesse por parte desses investidores, quando se considera como indicador de interesse as manifestações citadas. Constata-se ainda que o interesse mais elevado se concentra em algumas práticas ligadas à estratégia da organização.

A análise do conjunto de 60 práticas avaliado, à luz dos aspectos comentados - contribuição para a melhoria do SDE, para o atendimento aos interesses de todos os acionistas e interesse demonstrado por investidores através de manifestações à área de RI - permite comentar: 1. o conjunto de práticas foi considerado robusto e, portanto, validado pelos entrevistados; 2. a validação das práticas implica a validação das dimensões estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas; 3. as manifestações de interesse de investidores pelas práticas estão aquém da relevância imputada às mesmas pelos públicos corporativos.

A seguir, analisam-se as opiniões dos entrevistados quanto à adoção das seguintes práticas especiais de governança corporativa: 1. adoção de *código de governança corporativa*; 2. *blindagem*<sup>69</sup> do SDE. 3. estabelecimento de uma *agenda de consenso formal* entre todos os membros do conselho de administração; 4. exercício das funções presidência do conselho e presidência executiva por pessoas distintas; 5. *rating* de governança corporativa.

O entrevistado da COMPANHIA X argumentou que a adoção do *código de governança corporativa* confere uma segurança muito grande ao representante dos minoritários no conselho de administração, agregando transparência, contribuindo para reduzir o custo de capital e aumentar o valor da companhia. Já o entrevistado do BANCO ITAÚ informou que a organização observa os preceitos dos três *códigos* mais conhecidos do mercado nacional (CVM, IBGC e ANIMEC), além de um *código de ética* próprio.

Os comentários seguintes podem ser apresentados sobre ambas as opiniões: 1. *insiders* podem valorizar a adoção de *códigos de governança corporativa*; a valorização desses *códigos* é o aspecto comum às duas opiniões, 2. *insiders* podem associar a adoção de *código de governança corporativa* a aspectos como maior segurança para representantes de minoritários e maior transparência; 3. o *código de ética* desponta como uma modalidade de *código de governança corporativa*, porém, mais focado no estabelecimento de regras de conduta para atores organizacionais.

No que concerne à *blindagem* do SDE, os entrevistados da COMPANHIA X remeteram, ora ao acionista majoritário, ora à CVM, a responsabilidade pela sua viabilização. Já o entrevistado do BANCO ITAÚ identificou como formas de *blindagem* a construção de um objetivo claro para a organização (foco na criação de valor econômico), a instituição de comissões e comitês integrados por profissionais responsáveis pela tomada de decisões estratégicas e o controle das decisões.

Das opiniões dos entrevistados, pode-se depreender: 1. *insiders* podem considerar a *blindagem* factível, porém, apresentando grandes divergências de opinião quanto à forma de *blindar*; 2. a responsabilidade pela *blindagem*, pode ser vista, ora como sendo da regulamentação (entrevistado da COMPANHIA X), ora como sendo da própria companhia (entrevistado do BANCO ITAÚ); 3. a referência de um dos entrevistados à atuação da CVM constitui o reconhecimento da dificuldade da *blindagem* do sistema de decisões pela própria companhia.

---

<sup>69</sup> A *blindagem* do SDE é aqui caracterizada como a criação de regras que facilitem sua melhoria e que dificultem, concomitantemente, sua deterioração. É a proteção do SDE em caso de substituições relevantes na *cúpula* da organização.

Ao considerarem a *agenda de consenso formal*, os entrevistados da COMPANHIA X divergiram, ora imputando ao acionista majoritário sua viabilidade, ora questionando-a em seu aspecto formal, reconhecendo que poderia ser factível caso fosse informal e construída em torno de pontos relevantes. Já o entrevistado do BANCO ITAÚ argumentou que a *agenda formal* somente seria estabelecida se a companhia não gerasse valor para os acionistas, ou em caso de estrutura de propriedade *difusa*.

Tais opiniões permitem dizer: 1. a viabilidade da *agenda de consenso formal* pode ser vista de formas distintas por *insiders*, ora como factível (a depender da boa vontade do acionista majoritário), ora como questionável em seu aspecto formal; 2. ao mesmo tempo, a percepção é que a *agenda de consenso informal*, construída em torno de tópicos especiais, pode ter possibilidades concretas de implementação em organizações, mesmo que isso também dependa do acionista majoritário; 3. tanto a *agenda formal* quanto a *informal* são instrumentos que se apresentam à governança das companhias abertas; a escolha dependerá do contexto específico de decisão da companhia.

No que tange ao exercício das funções da presidência do conselho de administração e presidência executiva por pessoas distintas, o entrevistado da COMPANHIA X ponderou que a prática não implica o aumento da influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE. Entretanto, o entrevistado do BANCO ITAÚ apontou a essencialidade da prática, em função do *conflito de interesses* e da necessidade de a governança corporativa proteger o acionista minoritário (o que pressupõe, de forma subjacente, que o entrevistado associa a prática à proteção dos minoritários). É importante lembrar que, tanto na COMPANHIA X quanto no BANCO ITAÚ, as funções são separadas.

Tais resultados indicam: 1. a separação das funções, na perspectiva de *insiders*, não está necessariamente associada à proteção de acionistas minoritários excluídos do controle; 2. independentemente dessa consideração, a separação pode ser reconhecida como relevante para mitigar o conflito de interesses inerente à superposição das funções.

Quanto ao *rating* de governança corporativa, o entrevistado da COMPANHIA X considerou que é importante, mas que dificilmente as companhias adotarão a prática por sua própria determinação. Já o entrevistado do BANCO ITAÚ observou que a importância do *rating* é pequena, tanto no Brasil quanto no exterior, entendendo que no futuro, aumentará.

As considerações a seguir são relevantes sobre o *rating*: 1. a dificuldade de as companhias se submeterem ao mesmo, explicitada claramente pelo primeiro entrevistado, permeia, de modo subjacente, a opinião do segundo entrevistado; 2. a percepção é que as *agências de rating* de governança corporativa deverão encontrar formas criativas de oferecer

seus serviços às companhias, em vista das resistências; 3. uma possibilidade que se apresenta é o *rating para consumo interno*, que poderia ser oferecido no âmbito de um arranjo contratual com cláusulas rígidas de confidencialidade.

No que concerne à transparência organizacional, o entrevistado da COMPANHIA X, ressaltando o reconhecimento do mercado quanto à área de RI da organização, a qual realiza um bom trabalho, observou que informações adicionais sobre as formas como as decisões são tomadas poderiam ser disponibilizadas (exemplo: poderia ser melhor divulgada a existência de comitês internos que contemplam assuntos como planejamento estratégico e priorização de investimentos).

Um dos entrevistados pela BANCO ITAÚ destacou a visão do acionista majoritário - a *bolsa de valores* como um *centro de liquidez* patrimonial. Entrevistados da companhia ainda apontaram os mecanismos usados para exibir o sistema de decisões: *site* de RI, teleconferências, eventos com a APIMEC e *road shows* no exterior. Pragmaticamente, outro entrevistado argumentou que, apesar do esforço intenso, nem todas as práticas de governança corporativa adotadas pela organização são percebidas.

Pode-se afirmar, relativamente às opiniões dos entrevistados: 1. as duas companhias estão em estágios distintos quanto ao aspecto de transparência informacional; o BANCO ITAÚ se mostra mais avançado, utilizando intensamente recursos tecnológicos e a organização de encontros com investidores, interna e externamente; 2. um aspecto relevante é a percepção de um entrevistado do BANCO ITAÚ de que parte do esforço de divulgação das práticas de governança corporativa da companhia para o mercado é inócua; 3. tal consideração resulta em uma pergunta: *o quê poderia ser feito para mitigar tal assimetria informacional?*

Em continuidade à perspectiva informacional, quando se avalia a disponibilização de informação *vis-à-vis* da necessidade de resguardar informações estratégicas, os entrevistados da COMPANHIA X apresentaram distintos pontos de vista, argumentando, ora que o conselho de administração tem discernimento para diferenciar as informações, ora que a questão é de difícil resposta e depende do bom senso da diretoria executiva.

No caso do BANCO ITAÚ, emergiram as seguintes considerações: 1. a resposta à questão não é fácil; 2. a organização promove teleconferências e apresentações públicas, que são livres e que estão expostas à presença de concorrentes; 3. ao mesmo tempo, a existência de uma Comissão de Divulgação - também no âmbito da *holding* ITAÚSA - facilita o discernimento.

Das entrevistas realizadas, despontam: 1. não existe uma *fórmula* para lidar com o desafio de compatibilizar as necessidades de transparência (*disclosure*) e de proteção de



informações estratégicas; 2. a necessidade de discernimento pode ser identificada nas respostas de entrevistados das duas companhias; 2. a criação de uma instância de governança corporativa como a Comissão de Divulgação, destinada a discutir e a propor uma *política de divulgação* dinâmica, pode ser relevante.

No que respeita aos *acordos de acionistas*, o acionista majoritário não necessita do instrumento para governar a companhia, na visão de um dos entrevistados da COMPANHIA X; ao mesmo tempo, os entrevistados da organização demonstraram percepções divergentes acerca das práticas de governança que poderiam constar em *acordos de acionistas*, no âmbito do conjunto de 60 práticas avaliadas. Dois entrevistados foram consideravelmente restritivos (indicando respectivamente três e uma prática) e o terceiro, otimista (44 práticas).

O entrevistado do BANCO ITAÚ que avaliou a questão (filosoficamente, ou seja, sem entrar no mérito das 60 práticas), afirmou que os *acordos de acionistas* em geral só trazem benefícios, estabilizando as relações de poder entre os controladores e conferindo transparência aos critérios de estabilização.

Das opiniões em questão, depreende-se: 1. os *acordos de acionistas* podem ser vistos de uma forma positiva por *insiders* – como *estabilizadores de relações de poder*; 2. *insiders* podem apresentar pontos de vista consideravelmente distintos quanto às práticas que devem constar em *acordos de acionistas*.

No que concerne à legislação e à regulamentação do mercado de capitais nacional, despontou, das entrevistas realizadas, uma dissonância de opiniões com respeito à melhor forma de defesa dos acionistas minoritários: exercício do *papel* coercitivo da legislação e da regulamentação (entrevistado da COMPANHIA X), *vis-à-vis* da adoção de mecanismos de auto-regulação de mercado tais como a adesão às regras dos *Níveis 1 e 2 de governança corporativa* e do *Novo Mercado*, instituídas pela BOVESPA, e das medidas adotadas pelas organizações, que podem ir além do que é formalmente exigido (entrevistado do BANCO ITAÚ).

As considerações acima permitem inferir: 1. a defesa dos interesses dos minoritários envolve um *mix* de regras legais e regulamentos instituídos pela CVM e pelo próprio mercado; 2. *insiders* podem ter opiniões divergentes quanto à melhor composição do *mix*; 3. o *mix* mais adequado de *regras de jogo* legais depende das condições específicas da região que se considera - das *regras do jogo* informais que predominam na região.

Finalizando, os seguintes fatores despontam das entrevistas como relevantes para a democratização do mercado de capitais (mais acionistas minoritários na economia): 1. estabelecimento de legislação e/ou regulamentação com vantagens para as empresas que adiram

ao mercado de capitais (entrevistado da COMPANHIA X); 2. redução da carga tributária para investidores individuais (entrevistado do BANCO ITAÚ); 3. redução da taxa de juros da economia (idem); 4. ampliação da cultura do mercado de capitais (idem). O trabalho promovido por entidades de mercado como a BOVESPA, o INI, o IBRI, a APIMEC e a ABRASCA é reconhecido (BANCO ITAÚ).

Quanto à democratização do mercado de capitais, foram identificados como sendo relevantes: 1. condições macroeconômicas favoráveis, como juros e impostos menores; 2. incentivos da legislação e da regulamentação, com vantagens para as empresas que adiram ao mercado de capitais; 3. mudança cultural, com a ampliação da cultura do mercado de capitais, o que tem sido buscado por várias entidades.

Independentemente do potencial efetivo de contribuição dos fatores citados para a democratização do mercado de capitais, pode-se afirmar: 1. os dois primeiros fatores indicados dependem do Estado brasileiro (mas não exclusivamente, já que as condições macroeconômicas também dependem da conjuntura externa); 2. o terceiro fator indicado depende, em grande medida, de organizações de mercado, as quais têm dado sua contribuição para a ampliação da cultura do mercado de capitais no Brasil.

Da investigação realizada junto aos públicos corporativos, resulta a percepção geral de que, conforme seu *status*, fatores da *órbita* dos acionistas majoritários (como a intenção de criar valor para todos os acionistas e a postura quanto ao compartilhamento de poder e à transparência informacional), dos acionistas minoritários (como a crença na efetividade de participar de AG's, o *ativismo* em governança corporativa e a capacidade de organização) e dos conselheiros (como a fundamentação de suas opiniões, sua competência e capacidade de agregar valor) têm potencial para ampliar ou reduzir a influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre os SDE's de companhias abertas.

Adicionalmente, os fatores acima citados não excluem a legislação e a regulamentação do mercado de capitais, imprescindíveis à eficiência do mercado. A percepção é que dificilmente as companhias adotarão determinadas práticas de governança corporativa, especialmente em ambientes de baixo *ativismo* de investidores (a exemplo do *rating* de governança corporativa), a menos que sejam instadas a fazê-lo, através de *regras do jogo* formalmente instituídas.

### 4.3 A perspectiva de governança dos gestores de portfólio

A categoria gestores de portfólio compreende cinco gestores, dois gestores de fundos de pensão (de médio e grande portes), um gestor de fundos de investimento de firma independente, um gestor de fundos de investimento de banco e um gestor de fundos e clubes de investimento de corretora de valores mobiliários.

Inicialmente, analisam-se os resultados relativos aos aspectos específicos, na seqüência: 1. dinâmica de operação de *investidores institucionais* (fundos de pensão, seguradoras, fundos e clubes e investimento no Brasil atual); 2. tendências de comportamento desses *investidores* no mercado de capitais nacional.

A seguir, analisam-se os resultados relativos aos aspectos comuns com outras categorias de entrevistados, na mesma seqüência considerada para a análise da perspectiva dos públicos corporativos. Os *acordos de acionistas* não foram objeto de avaliação pelos gestores de portfólio.

As entrevistas revelam especificidades da dinâmica de operação dos *investidores institucionais*. Os jogadores (*players*) da previdência - fundos de pensão e previdência privada aberta - realizam ou têm potencial para realizar investimentos de prazos mais longos. Mas, segundo as opiniões de dois gestores (os dois gestores de fundos de pensão), o foco dos investimentos em ações, de modo geral, tem sido de curto prazo, em função da conjuntura política e econômica nacional, da instabilidade que permeia a economia.

Opiniões divergentes sobre a dinâmica do mercado afluíram nas entrevistas. Um dos gestores (gestor de firma independente) identificou um *conflito de interesses* na atuação de instituições financeiras que operam com gestão de investimentos, sob o argumento de que as mesmas não questionariam a gestão de organizações clientes, em outra *ponta* de seus negócios. Tal gestor ainda apontou o risco de que fundos de pensão tomem decisões de investimento baseadas em relatórios eventualmente inconsistentes produzidos por instituições financeiras, enfatizando a importância da profissionalização e da conscientização do público investidor.

O contraponto foi desenvolvido por dois gestores, segundo quem a a resolução 2.451 do Banco Central do Brasil - BCB - (27/11/97), que estabeleceu a obrigatoriedade de segregação da administração dos recursos de terceiros das demais atividades das instituições financeiras, praticamente extinguiu *conflitos de interesses*; além disso, as instituições financeiras têm maior acesso a informações e, portanto, condições diferenciadas de tomadas de decisões de investimento em favor dos cotistas (gestor de banco). Adicionalmente, é normal que existam conflitos no âmbito do mercado de capitais, cabendo a cada gestor

selecionar suas fontes de informação e o bom senso nas decisões de investimento (gestor de fundo de pensão de médio porte).

A partir das considerações anteriormente apresentadas quanto à dinâmica de operação de *investidores institucionais*, são feitos cinco comentários. O primeiro comentário é que os *investidores institucionais* no Brasil não se caracterizam pelo *ativismo* identificado nos EUA, país onde o *movimento pela governança corporativa* eclodiu, em grande medida, devido à ação desses agentes, conforme visto no referencial teórico (item 2.3.1). Nos EUA, tais *investidores* detêm parcela apreciável do mercado de ações, o que os obriga a melhor monitorar seus investimentos, já que nem sempre é factível *desinvestir*, em função de certa perda de liquidez das ações detidas pelos mesmos (item 2.3.7).

O segundo comentário é que o mercado de capitais abriga - assim como as organizações - potenciais *conflitos de interesse*, cujo estudo e equacionamento em níveis admissíveis está associado a uma maior eficiência. A legislação, a regulamentação e a auto-regulação do mercado, tanto em termos de disposições quanto de garantia de seu cumprimento (*enforcement*) são relevantes para a mitigação desses conflitos.

O terceiro comentário é que, independentemente das *regras do jogo* formais, legais e regulamentadas, parece ser relevante que os próprios cotistas - pessoas detentoras de cotas em fundos de pensão e de investimento em geral - se conscientizem quanto à importância de monitorar o desempenho desses fundos profissionalmente geridos, pressionem os *investidores institucionais* por bom desempenho e exijam explicações sobre maus resultados.

O quarto comentário é que o monitoramento em questão não é fácil de ser alcançado, observando-se: 1. parte considerável da população nacional não tem acesso aos fundos, em função de sua baixa renda; 2. mesmo no caso dos acessantes, o processo de conscientização espontânea das pessoas é lento; 3. a análise de desempenho exige a necessidade de comparação da *performance* de fundos congêneres, o que é laborioso; 4. pessoas necessitam mudar hábitos associados à realização de investimentos, o que nem sempre é desejável ou exequível na prática. O monitoramento constitui, portanto, um desafio.

O quinto e último comentário é que a pesquisa permite inferir que as visões de profissionais que operam com a gestão de investimentos podem ser consideravelmente variadas e conflituosas. Ao mesmo tempo, a percepção é que *investidores institucionais* podem exercer influência na operação de outros *investidores institucionais*, influenciando modos de operação e decisões de investimento. Em tal perspectiva, as *regras do jogo formais* e o monitoramento dos cotistas constituirão *depuradores* das práticas do mercado de capitais.

No que concerne às tendências de comportamento dos investidores institucionais, três gestores (os dois gestores de fundos de pensão e o gestor de banco) identificaram uma tendência de a visão de curto prazo ser substituída gradativamente por uma visão de longo prazo, o que tem implicações para o *movimento pela governança corporativa* no País, a qual poderá ser mais valorizada pelos *investidores institucionais*.

Um dos gestores (gestor de fundo de pensão de grande porte) não identificou tendência de militância ou *ativismo em governança corporativa* no curto prazo. Ademais, um gestor (de firma independente) identificou a tendência de problemas no mercado, em função do *conflito de interesses* da gestão de investimento por instituições financeiras, tais como baixo *ativismo* de *investidores institucionais*, baixa confiabilidade da gestão de muitos portfólios; risco de perdas econômicas para o público e ineficiência sistêmica.

Ressalta-se, adicionalmente, que um gestor (de corretora) identificou a tendência de crescimento dos clubes e fundos de investimento no Brasil, além da emergência de novos fundos de pensão, criados em função da reforma da *previdência* na pauta do Governo Lula da Silva.

Das considerações aqui apresentadas quanto às tendências de comportamento de *investidores institucionais*, são feitos três comentários. O primeiro comentário é que a tendência de que *investidores institucionais* invistam a longo prazo talvez possa ser favorecida pela estabilização da economia nacional, cuja instabilidade, segundo opiniões de agentes do mercado, tem favorecido a visão e os investimentos de curto prazo.

O segundo comentário é que, dentre os investidores do mercado de capitais, os *investidores institucionais* se apresentam como aqueles que possuem mais recursos disponíveis, melhores condições práticas de organização e, portanto, maiores potencialidades de *ativismo* em governança corporativa. A despeito das diferenças entre si (em termos de *modus operandi* e recursos disponíveis), e mesmo sem dominar o mercado de ações brasileiro, os *investidores institucionais* podem *alavancar*, em grande medida, a adoção de boas práticas de governança pelas companhias.

O terceiro comentário é que as tendências de baixo *ativismo* em governança corporativa e de *ineficiência sistêmica* apontadas por um dos entrevistados somente serão confirmadas se as *regras do jogo* formais - a legislação, a regulamentação e a auto-regulação (disposições e *enforcement*) - não evoluírem na medida das necessidades do mercado de capitais, da demanda por investimentos em ações e da necessidade de proteção dos acionistas minoritários.

No que tange à dinâmica das AG's, os gestores foram críticos, apontando características como: 1. o caráter formal desses eventos; 2. a presença de pessoas sem representatividade de capital e pouco instrumentadas para fazer questionamentos; 3. a falta de *ativismo* dos investidores, em especial, dos *investidores institucionais*.

Como incentivadores da presença e participação de acionistas minoritários em AG's, os entrevistados revelaram: 1. a boa organização (local, dia, hora e sua correta divulgação; a *internet* é apontada como um *canal* ainda não usado no Brasil para o exercício do voto); 2. a *política de relacionamento* consistente da companhia (reuniões com a APIMEC, malas diretas e atendimentos pessoais); 3. momento favorável para o mercado de ações e o setor em que a empresa atua; 4. as decisões importantes em apreciação; 4. a boa condução das AG's por acionistas controladores.

Como dificultadores da presença e participação de minoritários, destacam-se, além dos aspectos acima citados (vistos em seu sentido desfavorável): 1. a diversificação dos portfólios de ações, associada à grande concentração das AGO's no mês de abril, e ainda, à dispersão geográfica da realização das mesmas, que resultam em gastos mais elevados de participação; 2. a crença na imposição do desejo do acionista majoritário; 3. a crença na inefetividade da presença dos minoritários nas reuniões.

Das considerações em tela, depreende-se: 1. há dificuldades de acesso e de influência de acionistas minoritários em AG's; 2. no que tange ao acesso, destacam-se as falhas de organização, os custos elevados de participação e o uso pouco explorado de alternativas tecnológicas para ampliar a comunicação (como a *internet*); 3. no que se refere à influência, destacam-se a hegemonia do acionista controlador e a inefetividade dos demais acionistas perante o primeiro; 4. adicionalmente, as críticas ao despreparo de muitos presentes às AG's e à falta de *ativismo* de investidores conduzem à percepção de que a dinâmica desses eventos é também modelada, em grande medida, pela postura de acionistas não controladores.

No que concerne à dinâmica do conselho de administração, conforme argumentou um dos entrevistados, a mesma é pautada pela restrição dos aspectos realmente relevantes e estratégicos ao acionista majoritário, o qual estaria impedido, pela *Lei das SA's*, como *insider*, de divulgar informações privilegiadas. Ou seja, as reuniões do conselho seriam dominadas pelo acionista majoritário, por sua vez, limitado pela legislação vigente.

Como dificultadores ao conhecimento que os acionistas minoritários possam ter sobre o que ocorre nas reuniões do conselho, os gestores de portfólio apontaram, explicitamente: 1. a limitação imposta aos *insiders* pela *Lei das SA's*; 2. a falta de acesso às reuniões do conselho por meio de vagas; 3. o bom detalhamento da pauta das reuniões, o

esclarecimento claro dos itens a serem apreciados e a redação das decisões tomadas; 4. a facilidade de acesso às informações, ressaltando-se que a forma de divulgação nas *atas* em jornais geralmente é *penosa*. Estes aspectos também operariam, no sentido reverso, como facilitadores do acompanhamento das reuniões do conselho.

Com respeito às considerações até aqui apresentadas sobre o *modus operandi* do conselho de administração, emergem quatro considerações. A primeira consideração é que a hegemonia do acionista majoritário, já identificada no caso das AG's, também se aplica ao conselho de administração, sobre o qual tal acionista tem amplo domínio. Destarte, o *modus operandi* do conselho de administração está atrelado à postura do acionista majoritário – à sua filosofia de condução do negócio.

A segunda consideração a fazer é que a limitação imposta aos *insiders* pela *Lei das SA's* alcança não apenas o acionista majoritário, mas também os demais atores do cúpula organizacional, os quais têm acesso a informações *privilegiadas*. Disso resulta que a limitação citada constitui, *per se*, um dos mais importantes restritores à divulgação de informações e, portanto, ao conhecimento dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre os *fundamentos* da companhia.

A terceira consideração apresentada é que, apesar da restrição citada, o acesso ao conselho por representantes de acionistas minoritários, introduzido pela reforma da *Lei das SA's*, constitui uma oportunidade de inserção de um *insider* comprometido com esses investidores. Entretanto, a falta de *arrojo* da reforma, comentada no referencial teórico (item 2.3.12), tende a imprimir um ritmo lento ao ingresso desses representantes nos conselhos, já que tal ingresso depende da boa vontade dos acionistas controladores, que podem ou não apresentar aos acionistas preferencialistas uma *lista tríplice* para escolha do seu representante<sup>70</sup>.

A quarta consideração apresentada é que, apesar das limitações aos *insiders*, a divulgação das informações *não-confidenciais* pode levar em consideração a premissa do respeito aos acionistas minoritários excluídos do controle. A percepção, a partir das entrevistas realizadas, é que existe um espaço substancial para melhorias em aspectos como o nível de detalhamento e clareza das pautas e das decisões tomadas pelos conselhos de administração, e ainda, no que tange à forma de disponibilização de informações para o mercado, que pode ser *amigável*.

Quanto a medidas para confortar acionistas minoritários sobre decisões tomadas pelo conselho, emergiram das entrevistas com os gestores de portfólio: 1. adoção de *código de*

---

<sup>70</sup> A exigência da *lista tríplice* permanecerá válida até a AGO de 2005. Ressalta-se que a *Lei das SA's* não obriga os acionistas controladores à apresentação da *lista tríplice*.

*governança corporativa*; 2. adoção da *Cartilha da CVM*; 3. independência do conselho de administração; 4. estabelecimento de regras eliminando empresas limitadas e/ou e outras formas societárias que permitam operações desconhecidas dos acionistas (*tunneling*); 5. adoção de modelo acionário baseado exclusivamente em ações ordinárias; 6. *rating* de ações; 7. possibilidade de os acionistas minoritários aprovarem o *balanço* das companhias; 8. envio de mala direta/publicação detalhada da pauta de reunião do conselho de administração, assim como das decisões tomadas; 9. comprometimento da *alta administração* com as principais práticas de transparência; 10. comprometimento da *alta administração* com a criação de valor para os acionistas; 11. política bem definida de distribuição de resultados; 12. coerência entre o discurso e a prática.

Os resultados acima indicam: 1. o amplo conjunto de medidas identificadas pelos gestores de portfólio está associado à sua melhor percepção acerca da governança das companhias; 2. a melhoria da percepção pode ser buscada através da assunção de compromissos perante os investidores; 3. a assunção de compromissos, por sua vez, pode ser feita via um conjunto de *políticas de governança corporativa*.

As medidas citadas pelos gestores entrevistados podem ser associadas com diversas políticas, como: 1. *política global de governança corporativa* (adoção de *código de governança*, comprometimento da *administração* com a criação de valor econômico e com a transparência, independência do conselho, implementação do *rating*); 2. *política societária* (adoção de modelo baseado em ações ordinárias, estabelecimento de regras eliminando o *tunneling*<sup>71</sup>); 3. *política de relacionamento* (coerência entre o discurso e a prática); 4. *política de divulgação* (publicações de pautas de reuniões do conselho e de decisões tomadas, envio de mala direta); 4. *política de dividendos* (distribuição de resultados).

Adicionalmente, observa-se que a sugestão apresentada por um dos gestores quanto à possibilidade de aprovação do *balanço* da companhia por acionistas minoritários (os quais teriam poder de veto) depende de mudança na legislação que rege o mercado de capitais. A percepção é que tal modificação, ainda que constituisse um grande avanço em termos da influência dos minoritários, seria provavelmente objeto de considerável oposição.

No que concerne às formas como os conselheiros podem tomar melhores decisões para todos os acionistas, segundo os gestores entrevistados, esses profissionais devem: 1. evitar *modismos* que não criam valor econômico, mantendo o foco no longo prazo; 2. conscientizar-se quanto à natureza das companhias abertas, que têm acionistas; 3. limitar sua

---

<sup>71</sup> O *tunneling* é conceituado no item 2.3.3 por Leal (2002).



participação em conselhos; 4. profissionalizar-se - no sentido de se tornarem *profissionais de conselho* (dedicados aos mesmos); 5. comprometer-se com a organização e com o desenvolvimento organizacional.

Os resultados em questão permitem dizer que, na perspectiva dos gestores: 1. a tomada de decisões pelo conselho de administração envolve, em grande medida, relevantes aspectos do *modus operandi* do próprio conselho de administração (procedimento de atuação e características dos conselheiros); 2. cumpre valorizar aspectos como comprometimento com a organização e com todos os seus acionistas, foco no longo prazo e a profissionalização de conselheiros (a limitação da participação em diversos conselhos se enquadraria nesse último).

Na avaliação das possibilidades de influência de conselheiros sobre o SDE, tal questão foi considerada pelos gestores segundo perspectivas distintas. De modo geral, os conselheiros representantes de acionistas minoritários apresentam as menores possibilidades de influência (entre muito pequenas e moderadas); em segundo lugar, emergem os conselheiros independentes (entre moderadas e muito grandes); as maiores possibilidades estão em mãos de conselheiros representantes do acionista majoritário (entre grandes e excepcionais; maiores detalhes constam no APÊNDICE E).

Os resultados supracitados permitem dizer que os gestores de portfólio: 1. demonstram franco ceticismo quanto à esperada influência de conselheiros representantes de acionistas minoritários sobre o SDE; 2. demonstram algum ceticismo quanto à esperada *independência* de conselheiros independentes (o argumento é que tais conselheiros são indicados pelo acionista controlador e podem não ser *efetivamente independentes*); 3. acreditam que o vínculo mais forte com o acionista majoritário contribua para ampliar a influência de conselheiros sobre o SDE.

No que diz respeito à área de RI, a mesma foi bem conceituada por quatro gestores; as seguintes opiniões de dois gestores ilustram tal percepção: 1. a área é “o caminho mais próximo para o minoritário chegar ao majoritário” (gestor de banco); 2. é “um espaço ainda mais importante do que as assembleias gerais” (gestor de corretora). Apenas um gestor se manifestou cético em relação à importância da área, argumentando que a mesma se assemelha a um instrumento de *marketing* das companhias.

Como características que a área de RI deve ter, os gestores entrevistados destacaram: 1. ética (no sentido da seriedade); 2. clareza informacional; 3. fundamentação das informações; 4. tratamento isonômico a todos; 5. uso da linguagem apropriada aos múltiplos perfis do mercado (investidores, analistas, gestores e outros); 6. atuação como *canal de mão-dupla* para as informações.

O *papel* do profissional de RI foi comentado por três gestores, que apontaram: 1. o *papel* de defensor dos agentes externos exercido por esse profissional, de *quase advogado* dos agentes externos nas companhias; 2. o caráter de *ombudsman* do profissional, freqüentemente sobrecarregado em suas atividades; 3. a necessidade de que os acionistas minoritários compreendam as restrições e limitações inerentes ao exercício da função.

O entendimento resultante é que: 1. investidores profissionais podem demonstrar grandes expectativas em relação à atuação da área de RI; adicionalmente, e em menor escala, podem ser críticos em relação à mesma, vista como um instrumento mercadológico; 2. a área de RI deve operar consoante princípios como ética, *bilateralidade* (sendo *canal de mão-dupla* entre a cúpula da companhia e o mercado de capitais), clareza informacional, fundamentação das informações; isonomia de alcance das informações e segmentação das tratativas dos agentes de mercado; 3. os profissionais de RI devem se identificar com as demandas dos públicos externos, tornando-se defensores das mesmas junto às cúpulas das companhias.

No que concerne a dimensões relevantes do SDE (estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas), os gestores de portfólio conferiram, em geral, importância moderada a excepcional aos mesmos; o mesmo ocorreu no que se refere ao interesse demonstrado pelos cinco vértices. Disso resulta que os gestores validaram a transposição da *estrela de Galbraith* (1995) ao SDE, ao mesmo tempo em que atribuíram, nos dois quesitos em tela, maior valor à estratégia e as pessoas (retoma-se a questão no item 4.7, na resolução da primeira parte do problema de pesquisa).

A seguir, analisam-se as mesmas práticas especiais de governança corporativa citadas no item 4.2. A adoção de *código de governança corporativa* é considerada relevante por todos os gestores, sinalizando compromisso com uma boa governança. Um dos gestores enfatiza, especificamente, a *Cartilha da CVM*.

Ressalta-se aqui, à luz das opiniões expressas pelos gestores, a relevância dos principais *códigos de governança corporativa* disponíveis no mercado nacional, desenvolvidos respectivamente pela CVM, pelo IBGC e pela ANIMEC. Adicionalmente, destaca-se que as próprias companhias podem desenvolver códigos próprios, adequados às suas especificidades, observando preceitos das referências citadas.

A *blindagem* do SDE foi, em geral, percebida mais como uma meta do que como algo determinístico, que possa ser efetivamente alcançado. Um dos gestores questionou mais seriamente a *blindagem*, argumentando que a mesma, caso feita, poderia evitar mudanças eventualmente necessárias.

Ainda que a *blindagem* não seja factível, as sugestões apresentadas pelos gestores objetivando mitigar o risco de grandes mudanças em caso de troca do comando podem ser úteis para companhias: 1. adoção de critério de *quarentena* para determinados cargos de companhias privadas; 2. *plano de longo prazo* ou *estratégico*, que deveria ser observado pelo executivo-chefe; 3. proteção de estudos e determinadas decisões, principalmente em função da concorrência; 4. inserção de regra no *estatuto* exigindo experiência profissional em determinados cargos.

Quando se focaliza o estabelecimento de uma *agenda de consenso formal* entre conselheiros, verifica-se que tal prática foi questionada por três gestores no que respeita à sua viabilidade: 1. o acionista majoritário tenderia, naturalmente, a proteger seus interesses; 2. a ênfase deveria ser dada à busca de uma boa governança corporativa, o que não tem regra definida; 3. o debate é necessário e poderia ser restringido pela *agenda*, a qual poderia coibir discussões profícuas entre os conselheiros.

Ao mesmo tempo, e a despeito das críticas, a *agenda de consenso formal* foi considerada factível por dois gestores; sua implementação estaria, entretanto, associada a requisitos como: 1. adoção da *Cartilha da CVM*; 2. adoção do conceito de *igualdade* entre todos os conselheiros; 3. formalização; 4. construção da *agenda* em torno de determinados pontos de consenso, e não de todas as questões.

A percepção é que a *agenda de consenso formal* pode constituir um instrumento de governança interessante para algumas organizações, nas quais o *estatuto social* seja o *grande contrato de governança* vigente e, além disso, não contemple, de forma adequada, todas as regras relevantes à condução dos negócios organizacionais. Nesse sentido, a *agenda* poderia conferir certa flexibilidade ao conselho de administração, já que mudanças no *estatuto* envolvem a AG.

No que concerne ao exercício das funções da presidência do conselho de administração e presidência executiva por pessoas distintas, a maioria dos gestores identificou aspectos positivos na prática, tais como: 1. maior facilidade de diálogo e descentralização; 2. clareza e consistência informacional; 3. profissionalização da companhia; 4. possibilidade do trabalho conjugado, visando a convergência ao mesmo objetivo; 5. desconcentração de poder.

Ao mesmo tempo, a maioria dos gestores não vislumbrou correlação entre a prática e maior influência de acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE, em vista da hegemonia do acionista majoritário. Ressalta-se que apenas um gestor associou a prática a vantagens para os minoritários; adicionalmente, outro gestor admitiu (sem ter uma

opinião definitiva a respeito) a possibilidade de acumulação das funções em companhias de menor porte.

À luz das considerações acima feitas, depreende-se: 1. os benefícios da separação das funções em tela para os acionistas minoritários excluídos do controle não são garantidos; 2. ainda assim, a separação entre as funções é positiva e profissional, devendo ser recomendada às companhias – mesmo àquelas de menor porte.

A prática do *rating* de governança corporativa foi considerada importante por dois gestores, muito importante por um gestor e excepcionalmente importante por dois gestores. As vantagens apontadas por um gestor para o *rating* contemplam: 1. as companhias, as quais, quando bem cotadas, teriam seu custo de capital reduzido e o preço de suas ações aumentado; 2. os investidores, que ficariam expostos a menos riscos; 3. os gestores de portfólio, cujos portfólios de ativos teriam maior segurança.

Três gestores consideraram a importância do *rating* enquanto ferramenta adicional à disposição do mercado, e ainda, dois deles fizeram ressalvas quanto às limitações da ferramenta, citando aspectos como critérios inadequados aos interesses dos investidores e, dentro dos critérios em questão, tratamento de especificidades, como os *segredos corporativos* (tecnologias proprietárias) que devem ser protegidas e o risco de penalização de companhias que dispõem de *capital intelectual* a ser protegido.

As considerações supracitadas ensejam os seguintes comentários, de interesse para as *agências de rating* e para as corporações: 1. ao reconhecerem a importância do *rating*, os gestores de portfólio entrevistados validaram a prática; 2. o *rating* integraria o conjunto de ferramentas utilizadas por analistas do mercado de capitais e gestores de portfólio na avaliação de companhias abertas; 3. às *agências de rating*, cabe o desafio de desenvolver metodologias que *capturem*, efetivamente, os *fundamentos* das corporações – os aspectos corporativos que efetivamente interessam aos investidores do mercado de capitais.

No que concerne à transparência informacional, as opiniões de todos os gestores convergem para a constatação de que a disponibilização de informações para os investidores é insatisfatória, independentemente do tipo de informação que se considera (sobre o SDE ou sobre os resultados das companhias). Segundo os entrevistados, a melhoria do aspecto informacional da governança corporativa poderia ser obtida por meio de atos regulatórios e/ou legislativos, de *rating* de ações e do *ativismo* de investidores, especialmente de *investidores institucionais*, que devem cobrar maior nível de informação, pois a *Lei das SA's* admite subjetividades.

Das considerações acima, emergem os seguintes comentários: 1. a demanda por informações dos investidores não vem sendo suprida pelas companhias abertas na medida desejada; 2. ao mesmo tempo, a percepção é que, *voluntariamente*, as companhias não tomarão providências para melhorar esse aspecto, devendo ser pressionadas pela legislação, por instrumentos de mercado como o *rating* de governança corporativa e pelo *ativismo* dos investidores.

Em continuidade à perspectiva informacional, no que concerne à disponibilização de informação *vis-à-vis* da necessidade de resguardar informações estratégicas, todos os gestores reconhecem que nem todas as informações devem ser reveladas aos agentes do mercado de capitais, quando isso prejudicar os resultados da companhia e, portanto, seus acionistas.

Entretanto, os gestores apontam que algum conforto deve ser dado aos acionistas minoritários, os quais devem ser informados sobre planos que possam afetar o valor da empresa e sobre as *grandes linhas* da gestão organizacional. Fora isso, resta aos minoritários conviver com a *assimetria informacional*, escolhendo bons representantes dos seus interesses e usando seu direito de se desfazer das ações da companhia via mercado de capitais (negociação em *bolsa de valores*), direito de recesso ou *tag along* (esse último em caso de venda do controle).

Pode-se afirmar, à luz do exposto: 1. os entrevistados reconhecem que nem todas as informações devem ser disponibilizadas pelas companhias para o mercado de capitais, que deve conviver com tal *assimetria informacional* (ressalta-se aqui que a própria *Lei das SA's* proíbe, no artigo 155, os *insiders* corporativos de revelar informações confidenciais, cuja revelação prejudicaria a empresa e seus acionistas); 2. comitadamente, as companhias devem disponibilizar um nível mínimo de informações que atenda à demanda dos investidores, contemplando *grandes diretrizes de governança corporativa*.

Em continuidade à perspectiva informacional, no que tange ao conhecimento sobre a adoção do conjunto de 60 práticas de governança corporativa por nove companhias abertas, incluindo a COMPANHIA X e o BANCO ITAÚ, a pesquisa revelou grande *assimetria informacional*, revelando dúvidas e desconhecimento. Três gestores optaram por não responder, um gestor demonstrou a certeza de que cada companhia implantou apenas 10 práticas e o gestor que mais respondeu ao questionário não conseguiu associar a maior parte das práticas às nove companhias.

Retornando ao último gestor acima citado (de firma independente), o mesmo avaliou: 1. a COMPANHIA X não implantou, seguramente, 31 práticas; 2. o BANCO ITAÚ

implantou 13 práticas e não implantou, seguramente, 7 práticas. Verifica-se que tais respostas entram em conflito com as respostas dos entrevistados da categoria públicos corporativos que indicaram o *status* de implantação das práticas nas duas organizações.

Destarte, pode-se dizer: 1. a *assimetria informacional* foi confirmada, à luz do menor conhecimento que os gestores demonstraram com respeito à adoção das 60 práticas de governança corporativa pelas duas companhias; 2. os gestores revelaram níveis de conhecimento variáveis e, em geral, elevado desconhecimento relativamente à adoção das práticas pelas companhias; 3. isso não significa que os mesmos sejam desinformados, mas que tomam decisões de investimentos em ações com base em procedimentos que não foram objeto da presente pesquisa de dissertação.

Ainda em continuidade à perspectiva informacional, no que concerne às práticas que o mercado deveria conhecer, dentre as 60 avaliadas, as opiniões dos cinco gestores de portfólio divergiram, tendo os mesmos revelado, individualmente, as seguintes visões: 1. falta de opinião formada a respeito; 2. todas as práticas deveriam ser conhecidas; 3. o assunto deve ser objeto de estudos mais aprofundados no âmbito do mercado; 4. as práticas seriam úteis para os analistas do mercado de capitais, que dão suporte aos gestores de portfólio; 5. 16 práticas (26,7%) deveriam ser conhecidas.

Posto isso, são aqui apresentadas as seguintes reflexões: 1. a visão de que as práticas seriam úteis para os analistas do mercado de capitais (acima citada), ajuda a explicar parte da *assimetria informacional* identificada na questão anterior: as decisões dos gestores de portfólio são baseadas em pareceres de analistas de mercado; 2. assim, a expectativa é que, se a presente pesquisa tivesse incluído tal categoria profissional, a *assimetria* demonstrada pelos mesmos provavelmente seria menor; 3. ao mesmo tempo, identifica-se que há gestores de portfólio que desejariam ter um conhecimento mais aprofundado sobre práticas de governança de companhias, relacionadas aos seus respectivos sistemas de decisões.

Quanto à legislação e à regulamentação do mercado de capitais, emergiram as considerações seguintes: 1. o arcabouço legal e a fiscalização sistemática da CVM são relevantes; 2. a legislação é boa em muitos aspectos; o problema é o cumprimento das leis, o *enforcement*; 3. a legislação apresenta *lacunas*, que a CVM busca compensar; 4. a reforma da *Lei das SA's* pouco acrescentou no interesse dos acionistas minoritários; a criação dos *Níveis 1 e 2 de governança corporativa* e do *Novo Mercado* pela BOVESPA é mais importante do que tal reforma. Três gestores destacaram a relevância da auto-regulação como solução desejável para o mercado de capitais, enquanto fonte efetiva de financiamento.

Os seguintes aspectos são aqui destacados sobre as considerações anteriores: 1. os entrevistados têm uma visão crítica acerca dos problemas do arcabouço legal – as lacunas da legislação e o *enforcement*; 2. ao mesmo tempo, os mesmos reconhecem a atuação da CVM e da BOVESPA, entidades que têm trazido contribuições concretas as quais, em certa medida, compensam ou buscam compensar os problemas do arcabouço legal.

No que concerne à democratização do mercado de capitais, os gestores identificaram como relevantes: 1. condições macroeconômicas favoráveis, como juros menores, melhor distribuição de renda, menor desemprego; 2. incentivos do governo, como a redução do imposto de renda para investidores e o uso do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS - dos trabalhadores para investir em ações; 3. melhor dinâmica do mercado, abrangendo segurança dos investidores, liquidez das ações, criação de tribunais especiais para o mercado, equacionamento de grandes *conflitos de interesses* e aprovação do *balanço* por acionistas minoritários; 4. adoção de práticas de governança corporativa pelas companhias, objetivando a confiabilidade da gestão das companhias abertas e a transparência informacional; 5. mudança cultural, tanto de empresários (quanto à resistência em ter sócios), quanto do público (que pouco conhece o mercado); o esforço de popularização da *bolsa de valores* desenvolvido pela BOVESPA foi elogiado por dois gestores.

O exame dos fatores supracitados permite afirmar: 1. parte dos fatores indicados depende do Estado brasileiro (mas não exclusivamente, já que as condições macroeconômicas também dependem da conjuntura externa); 2. outros fatores dependem, em grande medida, de organizações de mercado, como a CVM e a BOVESPA.

Da investigação realizada junto aos gestores de portfólio, resultam as percepções gerais de que: 1. o *ativismo* e a organização dos acionistas minoritários são fatores importantes de ampliação do espaço de influência desses últimos no âmbito das AG's, do conselho de administração e da área de RI; 2. os fatores citados não excluem a legislação e a regulamentação do mercado de capitais, imprescindíveis à sua eficiência.

Da investigação em tela, resulta ainda a percepção geral de que, conforme seu *status*, fatores da *órbita* dos acionistas majoritários (como a postura quanto ao compartilhamento de poder e à política geral de relacionamento com o mercado), dos acionistas minoritários (como a crença na efetividade de participar de AG's e o *ativismo* em governança corporativa) e dos conselheiros (como o foco em estratégias de longo prazo e a conscientização quanto à condição da companhia de ser *aberta*) têm potencial para ampliar ou reduzir a influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre os SDE's de companhias abertas.

Dentre os fatores citados, destaca-se a possibilidade de *ativismo* dos investidores, especialmente dos *investidores institucionais*. A pesquisa com os gestores de portfólio aponta a existência de um amplo espaço de atuação para esses investidores, ainda pouco mobilizados no contexto nacional.

#### 4.4 A perspectiva de governança dos acionistas minoritários individuais

A categoria acionistas minoritários individuais compreende sete pequenos acionistas, com distintas formações profissionais: economistas, administradores e engenheiros (um dos quais é também graduado em física). Inicialmente, analisam-se os resultados relativos aos aspectos específicos, na seqüência: 1. motivação para investir em ações; 2. forma de realização de investimentos; 3. mecanismos usados em decisões de investimentos; 4. prazo de realização de investimentos; 5. perfil do acionista.

A seguir, analisam-se os resultados relativos aos aspectos comuns com outras categorias de entrevistados, na mesma seqüência considerada para a análise das perspectivas dos públicos corporativos e dos gestores de portfólio. Os *acordos de acionistas* não foram objeto de avaliação pelos acionistas minoritários.

No que concerne à motivação para investir em ações, os acionistas são, em geral, movidos pelo desejo de maior remuneração do seu capital e, nesse sentido, o mercado de capitais representa tal oportunidade. Entretanto, dois entrevistados revelaram um interesse maior em relação aos demais, denotando serem *vocacionados* para o investimentos em ações e seus fundamentos. Ressalta-se que os sete acionistas pesquisados têm experiência de investimento no mercado de ações variadas - entre 1 e 20 anos.

No que se refere à forma de realização de investimentos, verifica-se que existe tanto o investimento via corretora de valores quanto o investimento via *internet (home broker)*. Um dos entrevistados destacou o relacionamento comercial de longo prazo com o corretor que o atende.

No que tange aos mecanismos usados em decisões de investimentos, destacam-se a análise gráfica (acompanhamento das tendências de evolução de preços, através de gráficos e técnicas aplicáveis aos mesmos) e o aconselhamento de especialistas no mercado de capitais. Dois acionistas ainda mencionaram a análise fundamentalista (cálculo do valor das ações baseado no fluxo de caixa da projetado para empresa, porém, desenvolvida por *experts*, e, não pelos mesmos) e dois acionistas mencionaram o mecanismo da *percepção (feeling)*.



No que diz respeito ao prazo de realização de investimentos, os acionistas operam, em geral, no curto-prazo, objetivando aproveitar oscilações de preços de ações e obter ganhos de capital com as mesmas; portanto, o recebimento de dividendos não é tão relevante, embora possa ser apreciado. Apenas um acionista observou que o seu portfólio de ações contém ativos de curto, médio e longo prazos.

Quanto ao perfil, em geral, os acionistas têm perfis moderados, admitindo assumir determinados riscos sem comprometer seriamente seu patrimônio. Entretanto, um acionista se revelou conservador, preferindo sacrificar o retorno de seus investimentos a se expor a riscos maiores, e outro se mostrou arrojado, priorizando o recebimento de retornos, apesar dos riscos assumidos.

À luz das considerações anteriores, depreende-se que os acionistas entrevistados apresentam grandes similaridades, mas também significativas diferenças com respeito às suas características de investidores. As principais similaridades são: 1. a motivação pelo maior retorno do investimento; 2. a tendência reconhecida pela análise gráfica e pelo aconselhamento de *experts*; 3. a realização de operações de curto prazo; 4. o perfil, em geral, moderado.

Já as principais especificidades aqui destacadas são: 1. o interesse mais profundo pelo mercado de capitais e pelos seus fundamentos; 2. a opção por corretora ou *home broker*; 3. o uso da análise fundamentalista (feita por outrem) e o reconhecimento do *feeling*; 4. a montagem de portfólios com ativos de curto, médio e longo prazos; 5. o perfil, que pode tender para conservador ou arrojado (extremos).

No que concerne à participação em AG's, para os acionistas entrevistados, a mesma é praticamente inexistente e vista de diferentes formas: 1. dois acionistas não freqüentam e não se interessam pelo assunto; 2. três acionistas, mesmo não freqüentando, manifestam curiosidade; 3. um acionista tem o costume de ler *atas*; 4. um acionista não freqüenta, por sentir certa intimidação, como pequeno acionista.

Três considerações são aqui apresentadas sobre o exposto acima: 1. acionistas minoritários individuais podem ter, com relação a AG's, atitudes como total desinteresse, interesse restrito, interesse mais amplo e intimidação; 2. o contingente de pequenos acionistas individuais de uma companhia aberta é vasto, o que, de fato, inviabilizaria a presença de todos esses acionistas em AG's; 3. ao mesmo tempo, existem tecnologias com potencial para integrar acionistas minoritários individuais às AG's (como a *internet*), possibilitando sua participação à distância e ampliando o nível de informação a respeito das mesmas.

No que respeita ao acompanhamento das reuniões do conselho de administração, quase sempre, em geral, não é feito e a questão é vista de diferentes formas: 1. dois acionistas não acompanham e não se interessam pelo acompanhamento; 2. dois acionistas não acompanham, mas manifestam curiosidade; 3. um acionista não acompanha, mas manifesta interesse pela leitura de *atas*; 4. um acionista, quando há perspectiva de acontecimentos importantes nas companhias, acompanha diretamente as informações nos *sites* das mesmas, no *site* da BOVESPA e em outros *forums*; 6. um acionista, que também é profissional de RI, acompanha resoluções de conselhos das companhias em cujas ações investe, via *atas*.

Três considerações são aqui apresentadas sobre o exposto: 1. acionistas minoritários individuais podem ter, com relação às reuniões do conselho de administração, atitudes como total desinteresse, interesse restrito e interesse mais amplo; 2. ao mesmo tempo, e conforme dito, há tecnologias que permitiriam integrar acionistas minoritários individuais à dinâmica de operação dos conselhos (*internet*), ampliando o nível de transparência.

No que se refere a medidas para confortar minoritários sobre decisões tomadas pelo conselho, a questão é vista de diferentes formas. Preliminarmente: 1. dois acionistas não souberam responder e não se interessam pelo assunto; 2. um acionista demonstrou ceticismo em relação à governança corporativa, acreditando que poucas empresas praticam e que a vantagem do *insider* não será compartilhada com o público investidor; 3. um acionista afirmou que há pouco a ser melhorado, a *política de divulgação* de informações de forma antecipada (datas e principais assuntos) exigida pela BOVESPA para empresas em níveis mais elevados de governança facilitou o acompanhamento das companhias.

Ao mesmo tempo, os três acionistas remanescentes apresentam sugestões: 1. adoção de padrões contábeis norte-americanos, o que atestaria compromisso com a seriedade e conforto quanto ao risco de falência de companhias; 2. inclusão de algum item no relatório anual das companhias ou a criação de outro tipo de relatório, resumindo o processo de tomada de decisão; 3. disponibilização de informações via *internet*.

À luz do exposto, observa-se: 1. acionistas minoritários individuais podem ter, com relação à questão, dificuldades de opinar a respeito, até como decorrência da falta de acompanhamento demonstrada na resposta da questão anterior; 2. as sugestões apresentadas estão relacionadas com um maior nível de transparência, objetivando a melhoria da percepção dos investidores; 3. a *internet* desponta como um canal citado pelos acionistas, o qual pode contribuir para ampliar o nível de transparência.

Na avaliação das possíveis formas como os conselheiros podem tomar melhores decisões para todos os acionistas, distintas perspectivas afloraram: 1. quatro acionistas não

souberam responder. três demonstram desinteresse; 2. um acionista considerou que, mesmo com a diferença de interesses entre o acionista majoritário e os acionistas minoritários, “a convergência pelo fator lucro é universal” e as decisões devem ser tomadas objetivando garantir a rentabilidade do patrimônio dos minoritários; 3 um acionista argumentou que, em companhias com o capital completamente *pulverizado*, os conselhos teriam melhores condições de discutir em *fórum* as melhores alternativas visando agregar valor ao acionista.

Os seguintes aspectos são aqui destacados sobre as considerações anteriores: 1. conforme dito, acionistas minoritários individuais podem ter, com relação à questão, dificuldades de opinar a respeito; 2. a criação de valor econômico, explicitada por um entrevistado, desponta como objetivo (ou um dos objetivos) da atuação do conselho de administração.

No que se refere às possibilidades de influência de conselheiros sobre o SDE, tal questão foi considerada pelos acionistas segundo perspectivas distintas. De modo geral, os conselheiros representantes de acionistas minoritários apresentam as menores possibilidades de influência (entre nulas e muito grandes); em segundo lugar, emergem os conselheiros representantes do acionista majoritário (entre nulas e grandes; há maior incidência de avaliações positivas em relação aos primeiros); as maiores possibilidades estão em mãos de conselheiros independentes (entre muito pequenas e muito grandes).

Os resultados em questão permitem afirmar que os acionistas entrevistados: 1. demonstram de franco ceticismo a otimismo quanto à esperada influência de conselheiros representantes de acionistas minoritários sobre o SDE; 2. demonstram o mesmo quanto à esperada influência de conselheiros representantes de acionistas majoritários sobre o SDE, porém com maior nível de otimismo; 3. acreditam que os conselheiros independentes reúnem as melhores condições de exercer influência sobre o SDE.

No que concerne à área de RI, as visões são distintas: 1. a acionista nunca teve necessidade de recorrer à mesma, por investir no curto prazo, e não se interessa pelo assunto; 2. um acionista recorreu à área em duas grandes companhias abertas distintas (uma companhia estatal e uma companhia privada), e não foi atendido satisfatoriamente; em uma das companhias, chegou a ser maltratado e desde então, desistiu do contato; 3. um acionista entrou em contato com algumas áreas de RI, e considera-as *generalistas*; tal entrevistado observou que, apesar da educação em responder, as áreas de RI não informam na medida desejada, sendo limitadas pelo acionista majoritário.

Entretanto, quatro acionistas reconheceram a importância da área de RI: 1. um acionista afirmou que, se for levada a sério, tal área pode dar maior transparência à empresa;

2. um acionista argumentou que a área de RI é o melhor *canal* de comunicação entre os acionistas e a empresa, quando a empresa concede a devida importância aos minoritários; 3. um acionista ponderou que “com o advento da governança corporativa, as áreas de RI passaram a ter relevância como *porta-vozes* dos acionistas minoritários”; 4. um acionista observou que a área é muito importante na divulgação das informações, “do que vai ser discutido e que foi decidido nas reuniões do conselho de administração”.

A percepção decorrente é que: 1. investidores individuais podem atribuir grande importância à atuação da área de RI; adicionalmente, podem ser críticos em relação à mesma, vista como um *canal* em que o investidor é tratado com desconsideração, ou como um instrumento inócuo; 2. a área de RI deve operar no sentido bilateral, tanto na divulgação de informações quanto como *porta-voz* dos investidores.

No que tange a dimensões relevantes do SDE (estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas), os acionistas minoritários conferiram, em geral, importância moderada a excepcional aos mesmos; no caso do interesse demonstrado pelos cinco vértices, três acionistas manifestaram grande desinteresse. Entretanto, pode-se afirmar que os acionistas validaram a transposição da *estrela de Galbraith* (1995) ao SDE, ao mesmo tempo em que atribuíram, quanto aos dois quesitos em tela, maior valor à estratégia/pessoas e à estratégia, respectivamente (retoma-se a questão no item 4.7, na resolução da primeira parte do problema de pesquisa).

No que respeita à adoção do *código de governança corporativa*: 1. a acionista não se interessa pela prática, que não afetaria suas decisões de investimento; 2. um acionista é cético, por acreditar que os dirigentes das *SA's* manipulam informações (com ou sem o *código*); 3. os demais acionistas consideram relevante a adoção de *código de governança corporativa*, e, dentre os mesmos, apenas um considerou que tal prática não afetaria decisões de investimento. A adoção do código é associada, explícita e implicitamente, à percepção de compromisso com seriedade.

À luz das opiniões expressas pelos acionistas, a percepção é que acionistas minoritários podem ver os *códigos de governança corporativa* de forma positiva - embora isso nem sempre se reflita em suas decisões de investimento - ou indiferente. Adicionalmente, ressalta-se que a adoção do código, quando vista de forma positiva, está associada à percepção de seriedade por parte da companhia.

No que concerne à *blindagem* do SDE, as visões são distintas: 1. três acionistas não souberam responder; dois deles não se interessam pelo assunto; 2. um acionista não se interessa pelo assunto, mas entende que mudanças não prejudicam companhias sólidas, causando apenas

alguma instabilidade inicial; 3. dois acionistas são críticos: o primeiro considera a abordagem muito difícil, a menos que as companhias adiram ao *Nível 2 de governança corporativa* da BOVESPA; o segundo, vê dificuldade na perpetuação de práticas, pois as pessoas são diferentes e divergentes; 4. dois acionistas demonstraram interesse; o primeiro afirmou que a prática seria *definitivamente* interessante, mas não ofereceu sugestão a respeito; o segundo afirmou que a prática seria de interesse, mas não sabe como seria implementada.

A análise das respostas relativas à *blindagem* permite dizer que os acionistas manifestaram: 1. dificuldade de responder à questão, ceticismo em relação à prática, dificuldade de sua implementação e interesse pela mesma; 2. um acionista, com a sua opinião, ensejou o levantamento de uma questão acerca das mudanças no comando das corporações: *em que medida as companhias sólidas são realmente imunes a mudanças de comando?*

A avaliação da *agenda de consenso formal* entre conselheiros revela distintas visões: 1. quatro acionistas não souberam responder; três deles não se interessam pelo assunto; 2. dois acionistas foram céticos; o primeiro, acredita que se tal *agenda* fosse implementada, não seria plenamente satisfatória para os acionistas minoritários, à luz de sua longa experiência com o mercado de capitais; já o segundo, acredita que as pessoas são individualistas, o que dificulta a viabilização da *agenda*; 3. um acionista afirma que a *agenda* seria de interesse e que seria factível estabelecer um *termo de ajustamento de conduta* ou instrumento similar entre os conselheiros.

A análise das respostas relativas à *blindagem* permite dizer que os acionistas manifestaram: 1. dificuldade de responder à questão, ceticismo em relação à prática, dificuldade de sua implementação, desinteresse e interesse pela mesma; 2. um acionista, através da sua opinião, ensejou o levantamento de uma questão: *em que condições seria factível estabelecer um termo de ajustamento de conduta ou instrumento similar entre membros do conselho de administração?*

No que concerne ao exercício da presidência do conselho e da presidência executiva por pessoas distintas, as visões são variadas: 1. três acionistas não souberam responder; os dois primeiros não se interessam pelo assunto; 2. um acionista mostrou-se cético, ponderando que ambos os profissionais representam o acionista majoritário; 3. dois acionistas vincularam, respectivamente, a eficácia da prática à existência de agrupamentos de minoritários que consigam assento no conselho (primeiro) e ao perfil dos profissionais em questão (segundo); 4. um acionista foi enfático, ao afirmar que a prática não afeta a influência dos minoritários sobre o SDE, destacando a tendência de retenção de informações por *insiders*.

A análise das respostas relativas à separação entre as funções permite dizer que os acionistas manifestaram: 1. dificuldade de responder à questão, ceticismo em relação à prática, desinteresse e interesse pela mesma e vinculação da prática ao acesso dos acionistas minoritários ao conselho, através de seu representante; 2. destaca-se a crítica de um dos acionistas quanto ao fato de que o acionista majoritário tem a prerrogativa de escolha dos dois profissionais.

O *rating* de governança corporativa é visto como importante por três acionistas, como muito importante por um acionista e como excepcionalmente importante por dois acionistas (um dos quais vinculou tal importância à forma de fazer o *rating*). Dois fatores foram citados por acionistas para reforçar a importância do *rating*: 1. menor liquidez de ações de companhias com pior avaliação, cuja circulação seria mais difícil; isso afastaria os investidores das respectivas companhias; 2. o *rating* sinalizaria aos investidores compromisso com seriedade e afetaria decisões de investimentos em ações.

A análise das respostas relativas ao *rating* permite dizer que os acionistas manifestaram: 1. seu reconhecimento quanto à importância do *rating*; 2. que o *rating* afetaria decisões de investimento em ações. Cumpre ressaltar que, ao contrário dos gestores de portfólio e de outros profissionais de mercado, tais acionistas não têm acesso – ou o têm de forma restrita – a ferramentas sofisticadas de avaliação de ativos; nessa perspectiva o *rating* se torna mais valorizado pelos pequenos acionistas.

No que concerne à transparência informacional, a disponibilização de informações sobre as formas como são tomadas as decisões pelas companhias revelou distintas perspectivas: 1. não desperta interesse em dois acionistas, os quais não souberam responder à questão; 2. desperta interesse moderado em três acionistas; 3. desperta interesse muito grande em um acionista; 4. enseja a resignação de um acionista, o qual afirma que, à luz da indisponibilidade das informações, cumpre ao minoritário restringir-se às informações divulgadas pela CVM.

No caso dos acionistas que manifestaram interesse, emergiram as seguintes opiniões: 1. um acionista sente falta de avisos por parte das companhias sobre eventos que impactariam de forma transitória o valor das ações – *grandes acordos*, pagamentos e outros; 2. um acionista não acredita que teria em mãos informações relevantes, que impactassem fortemente as cotações das ações; 3. um acionista sugeriu que o relatório anual da companhia contenha informações sobre a forma com as decisões são tomadas, ou ainda, a emissão de relatório específico para tal finalidade.

Das considerações acima, emergem os seguintes comentários: 1. a demanda por informações dos acionistas não vem sendo suprida pelas companhias abertas na medida desejada; 2. ao mesmo tempo, a percepção é que nem todas as informações citadas pelos acionistas deveriam ser, efetivamente, supridas (até em função do aspecto de confidencialidade, assegurada pela *Lei das SA's*); 3. destaca-se a possibilidade, aventada por um acionista, de que o relatório anual inclua informações sobre as formas como as decisões são tomadas.

Em continuidade à perspectiva informacional, a compatibilização da necessidade de divulgar informações para o mercado *vis-à-vis* da necessidade de proteger informações consideradas estratégicas também é percebida de diferentes maneiras: 1. quatro acionistas não souberam responder a questão; dentre os mesmos, dois não se interessam pelo assunto; 2. um acionista comentou que o próprio mercado determina quais informações são de âmbito público (e não são *informações privilegiadas*); 3. um acionista ponderou que as informações devem ser conhecidas pelo conselheiro representante dos minoritários; 4. um acionista argumentou que precaução é excessiva, até informações não muito importantes ficam retidas, sob a alegação de que são *estratégicas*.

As considerações anteriores permitem dizer que os acionistas manifestaram: 1. dificuldade de responder à questão, desinteresse pela mesma, confiança no mercado (que tem mecanismos para diferenciar o que pode ou não pode ser divulgado), confiança no acesso do conselheiro que representa interesses de minoritários e criticismo quanto ao excesso de retenção de informações pelas companhias; 2. implicitamente, a aceitação de que parte das informações não deve ser divulgada (aqueles entrevistados que opinaram).

Também em continuidade à perspectiva informacional, no que respeita à avaliação das 60 práticas de governança corporativa, especificamente quanto à implantação das práticas pelas nove companhias indicadas, apenas um acionista (profissional de RI) conseguiu fazer algumas associações esparsas entre companhias e práticas avaliadas.

As considerações anteriores permitem dizer: 1. a *assimetria informacional*, já identificada no caso do gestores de portfólio, foi aprofundada no caso dos acionistas minoritários individuais; 2. tais acionistas revelaram, em geral, desconhecimento relativamente à adoção das práticas pelas companhias; 3. suas decisões de investimento não abrangem análises de governança corporativa (a não ser indiretamente, através de estudos e aconselhamento providos por *experts*).

Ainda em continuidade à perspectiva informacional, no que tange ao conhecimento que o mercado deveria ter sobre a implantação das práticas pelas companhias,

apurou-se: 1. cinco acionistas não souberam responder; os três primeiros não se interessam pela questão; 2. dois acionistas consideram, respectivamente, que 14 (23,3%) práticas e 36 (60,0%) práticas deveriam ser conhecidas.

Conforme se verifica, os acionistas manifestaram, em geral, dificuldade de responder à questão e desinteresse pela mesma. Ao mesmo tempo, pode-se afirmar que há acionistas minoritários individuais que recomendariam o conhecimento de determinadas práticas de governança corporativa por investidores do mercado de capitais (ainda que na prática, esses acionistas não considerem tal conhecimento como base para decisões de investimento).

Quanto à legislação e à regulamentação do mercado de capitais, identificam-se: 1. não são conhecidas por três acionistas; dois não se interessam por tais questões; 2. três acionistas têm algum conhecimento, não muito extenso; dois demonstram interesse em maior conhecimento. O acionista remanescente, que demonstra o maior nível de conhecimento sobre as questões em tela, por ser profissional de RI, afirmou que a legislação “ainda *peca* em muitos pontos, principalmente na defesa dos interesses dos acionistas minoritários”; ao mesmo tempo, o entrevistado questiona um eventual *paternalismo* com relação aos minoritários, o qual poderia coibir sua organização para fins de reivindicação de direitos.

Das considerações anteriores, resulta que os acionistas manifestaram: 1. desconhecimento total sobre a legislação e a regulamentação, desinteresse, interesse e crítica no que concerne à defesa de acionistas minoritários; 2. o acionista profissional de RI, através da sua opinião, ensejou o levantamento de uma questão sobre o assunto: *em que medida a legislação e a regulamentação deveriam proteger acionistas minoritários excluídos do controle?*

No que concerne à democratização do mercado de capitais, os acionistas identificaram como relevantes: 1. condições macroeconômicas favoráveis – estabilidade da economia, objetivando evitar variações abruptas nas cotações de ações e imposto de renda menor sobre aplicações em ações; 2. melhor dinâmica do mercado, com punição aos acionistas majoritários e dirigentes quando ocorrerem atos lesivos aos acionistas minoritários; 3. adoção de práticas de governança corporativa pelas companhias, objetivando a confiabilidade da gestão e a transparência informacional (embora os acionistas não tenham usado a expressão *práticas de governança corporativa*); 4. mudança cultural, com educação em mercado de capitais e maior divulgação do mesmo.

Dentre os comentários mais relevantes feitos pelos entrevistados, destacam-se: 1. a comparação com os EUA, em que o mercado é popular; 2. a sugestão da propaganda do



mercado via *Jornal Nacional* da *Rede Globo*, o qual deveria dedicar maior espaço ao assunto; 3. a menção ao esforço de popularização da *bolsa de valores* feito pela BOVESPA; 4. a característica de *jogo*, de *pôquer*, das aplicações em ações e o risco de perdas por pessoas incautas.

O exame dos fatores supracitados permite afirmar: 1. parte dos fatores indicados depende do Estado brasileiro; 2. outros fatores dependem, em grande medida, de organizações de mercado e das próprias companhias abertas; 3. quanto ao uso da televisão, por um lado, isso permitiria alcançar milhões de brasileiros; por outro lado, tal uso, caso não seja bem equacionado, poderia resultar em maior desinformação e em perdas para muitas pessoas, além, obviamente, dos elevados custos associados a esse tipo de propaganda.

Da investigação realizada junto aos acionistas minoritários individuais, resulta a percepção geral de que, conforme seu *status*, fatores da *órbita* dos acionistas majoritários (como a adoção de padrões internacionais de contabilidade e uma atuação da área de RI como *canal de mão-dupla*) e do conselheiros (como o trabalho em *forum* do conselho) têm potencial para ampliar ou reduzir a influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre os SDE's de companhias abertas.

Adicionalmente, o desinteresse demonstrado por parte dos acionistas minoritários quanto à adoção de práticas de governança corporativa pelas companhias abertas não deve ser visto de forma desvinculada do maior nível de desconhecimento demonstrado pelos mesmos acerca do que ocorre nessas organizações, e das condições desiguais – em relação a outros investidores melhor equipados (como os *investidores institucionais*) - de acompanhamento e análise dos fundamentos organizacionais.

#### 4.5 A perspectiva de governança da especialista em direito societário

A categoria especialista em direito societário compreende uma entrevistada, uma advogada experiente nessa especialização do direito e em governança corporativa. Inicialmente, analisam-se os resultados relativos aos aspectos específicos, na seqüência: 1. *Lei das SA's* e suas revisões; 2. *câmaras de arbitragem*; 3. atuação dos especialistas em direito societário em prol de acionistas minoritários; 4. problemas identificados relativamente ao relacionamento *acionista majoritário-acionistas minoritários*; 5. evolução das práticas de governança corporativa no Brasil.

A seguir, analisam-se os resultados relativos aos aspectos comuns com outras categorias de entrevistados, na mesma seqüência considerada para a análise das perspectivas

dos públicos corporativos, dos gestores de portfólio e dos acionistas minoritários individuais. Destaca-se que apenas as categorias públicos corporativos e especialista em direito societário avaliaram os *acordos de acionistas*.

A especialista mostrou-se crítica em relação à reforma da Lei *das SA's*, resultante, em sua perspectiva, da interveniência bem-sucedida de interessados na manutenção do *status quo*; sua entrevista é consistente com as considerações apresentadas no referencial teórico sobre a *reforma* (item 2.3.12).

Para a especialista, a *câmara de arbitragem* é uma instância mais adequada à defesa dos interesses de minoritários. A entrevistada foi, ainda, crítica com o sistema judiciário brasileiro, apontando falhas como a demora de tramitação dos processos (associada ao excesso de recursos), seu custo elevado e a carência de especialização.

Ao mesmo tempo, a especialista argumentou que, nas *câmaras de arbitragem*, os árbitros são especialistas em direito societário e nas normas do mercado de capitais. Ressalta-se aqui que a reforma da Lei *das SA's*, ao criar uma abertura para a *arbitragem* (no artigo 109), apresentou uma contribuição concreta em prol da defesa dos interesses dos acionistas minoritários.

No que concerne à atuação dos especialistas em direito societário a favor de acionistas minoritários, segundo a entrevistada, tais *experts* têm atuado em questões ligadas ao descumprimento de requisitos da Lei *das SA's*, como a exigência de publicação de *fato relevante*, a convocação de AG's, *quorum* de instalação e deliberação e direito de recesso. Entretanto, a entrevistada argumentou que faltam especialistas em direito societário no País. A complexidade da Lei *das SA's*, mencionada no referencial teórico (item 2.3.12), provavelmente contribui de alguma forma para que o seu conhecimento seja restrito a um grupo de especialistas.

No que tange aos problemas identificados relativamente ao relacionamento *acionista majoritário-acionistas minoritários*, segundo a entrevistada, o maior problema é o abuso de poder do primeiro - o uso do direito de voto em favor de interesses alheios aos interesses da companhia. A entrevistada argumentou que o estabelecimento de quóruns qualificados nos *estatutos sociais* e nos *acordos de acionistas* mitigariam o problema. Tal argumento sinaliza a necessidade de que tais contratos sejam objeto de atenção por parte dos agentes do mercado, os quais podem melhor qualificar a governança corporativa de companhias que contemplem os dispositivos contratuais em tela.

No que respeita à evolução das práticas de governança corporativa no Brasil, a entrevistada observou que o *movimento pela governança* no Brasil, incentivado por pressões

internas e externas, não contempla exclusivamente os interesses dos minoritários, mas os beneficia. Em companhias que não adotam práticas de governança corporativa, os *acordos de acionistas* conferem maiores direitos aos minoritários; o contraponto é que tais *acordos* reduzem o espaço de atuação de conselheiros atrelados ao mesmo. A redução da independência de conselheiros é comentada no referencial teórico (item 2.3.12) e tem ensejado discussões relevantes no âmbito do mercado.

No que concerne à participação dos acionistas minoritários nas AG's, para a especialista entrevistada, tal participação é motivada pela busca de conhecimento dos assuntos da companhia, mas é desmotivada pela percepção de que não é factível modificar decisões tomadas pelo acionista majoritário. A crença dos investidores na efetividade de estar presente e participar desponta como um dos fatores que modelam a dinâmica das AG's.

No que se refere ao conselho de administração, destacam-se as seguintes considerações da especialista: 1. o conhecimento sobre o que ocorre nas decisões poderia ser maior se existisse uma *política de divulgação*; 2. a *política de divulgação* seria uma medida adequada para conferir conforto aos minoritários quanto a decisões tomadas; 3. a boa tomada de decisões por conselheiros depende de sua autonomia, que fica comprometida com os *acordos de acionistas*; 4. as potencialidades de influência sobre o SDE são crescentes dos conselheiros representantes do acionista majoritário (consideradas grandes) até os conselheiros independentes (consideradas excepcionais);

As considerações acima permitem dizer: 1. a especialista confere grande ênfase à *política de divulgação* da companhia, a qual estaria vinculada a uma melhor percepção dos minoritários acerca do que se decide internamente; 2. uma vez mais, a especialista é crítica quanto aos *acordos de acionistas* e à limitação que os mesmos impõem aos conselheiros que representam partes signatárias; 3. a avaliação quanto à influência dos conselheiros sobre o SDE é consideravelmente positiva e caminha no sentido de privilegiar os conselheiros independentes.

No que concerne à área de RI, para a entrevistada, a mesma é fundamental para que as informações relevantes sejam comunicadas *de forma transparente e igualitária*. A especialista argumentou que informações relevantes não devem ficar restritas aos investidores que tenham acesso aos administradores da companhia, identificando – novamente - a necessidade de uma *política de divulgação* de informações.

No que tange às dimensões do SDE avaliadas (estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas), a especialista conferiu importância muito grande à estratégia e importância grande aos demais vértices. Seu interesse por todos os cinco vértices, como

especialista em direito societário, é muito grande. Com tal avaliação, a especialista em direito societário validou a importância do SDE em dimensões relevantes (retorna-se a essa avaliação no item 4.7, na resolução da primeira parte do problema de pesquisa).

No que respeita à adoção das práticas especiais de governança corporativa aqui avaliadas, a especialista considerou: 1. a adoção de *código de governança corporativa* é relevante e sinalizaria transparência e preocupação com os acionistas minoritários; 2. quanto à *blindagem* do SDE, a aprovação do *plano de negócio*<sup>72</sup> por *quorum* qualificado protegeria a companhia em troca de comando; 3. a *agenda de consenso formal* entre conselheiros seria factível, se os mesmos pactuassem a aprovação dos assuntos por unanimidade de votos; 4. o exercício da presidência do conselho e da presidência executiva por pessoas distintas é necessário em vista do *conflito de interesses*, bem como a independência do conselho; 5. o *rating* de governança corporativa apresenta grande importância.

À luz do exposto acima, são feitas as seguintes reflexões: 1. a especialista considera a *blindagem* do SDE e a *agenda de consenso formal* factíveis, desde que vinculadas à sua operacionalização jurídica (quoruns estabelecidos); 2. a entrevistada defende a independência do conselho de administração, como sendo a forma ideal de mitigar conflitos de interesses; 3. em companhias onde existem *acordos de acionistas*, a maior participação de conselheiros independentes pode mitigar a perda de independência provocada pela *Lei das SA's*.

Ao avaliar a transparência informacional, a especialista observou: 1. não há interesse do majoritário em tornar públicas as formas como as decisões são tomadas, já que podem ser tomadas em proveito próprio; 2. nem todas as informações devem ser disponibilizadas, quando isso for prejudicial à companhia; 3. o mercado de capitais deveria conhecer 14 (23,3%) das 60 práticas de governança corporativa avaliadas; cinco das práticas citadas têm chance excepcional de inserção em *acordos de acionistas* (práticas vistas a seguir).

Pode-se enfatizar, relativamente ao exposto acima,: 1. a especialista é crítica em relação ao acionista majoritário, ao qual, em sua perspectiva, não interessaria levar informações sobre como as decisões são tomadas aos agentes do mercado de capitais; 2. a especialista é pragmática em relação à disponibilização de informações consideradas estratégicas, defendendo sua omissão (e, nesse sentido, está respaldada pela *Lei das SA's*).

No que diz respeito aos *acordos de acionistas*, segundo a entrevistada: 1. tais *acordos* agregam vantagens para os acionistas minoritários que os integram, mas o acionista majoritário (signatário com maior participação acionária) dificilmente disporá do seu poder de

---

<sup>72</sup> As expressões *plano de negócio (business plan)*, *plano estratégico* e *plano de longo prazo*, usadas por diferentes entrevistados com o mesmo sentido, são aqui consideradas sinônimas.

voto; 2. um total de 33 (55,0%) das 60 práticas avaliadas têm chance mínima de 50% de compor um *acordo de acionistas*.

Na perspectiva da especialista, dentre as 33 práticas supracitadas, 12 teriam chance excepcional de inclusão em *acordos de acionistas*, a saber:

1. *plano de negócio (business plan)* elaborado para a corporação (corporativo) e por firma coligada/controlada (vértice estratégia, prática 1);
2. estabelecimento de um modelo inteligente e padronizado para o plano de negócio, visando reduzir subjetividades e incluir informações realmente essenciais (idem, prática 2);
3. estratégia desdobrada no âmbito do *plano de negócio* em função: 1. do posicionamento de mercado; 2. da efficientização das operações (visando otimização de custos) (idem - prática 4);
4. estabelecimento de regra clara de vinculação do *plano de negócio* aos orçamentos anuais corporativo e de coligadas/controladas (idem, prática 5);
5. estabelecimento de regra clara para captação de recursos de terceiros (capital de terceiros ou *debt*) necessários ao *plano de negócio* (idem, prática 6);
6. estabelecimento de regra clara para novos aportes de recursos por acionistas (capital próprio ou *equity*) necessários ao *plano de negócio* (idem, prática 7);
7. estabelecimento de regra clara para a distribuição de fundos residuais (dividendos e juros sobre o capital próprio) aos acionistas, visando compatibilizar remuneração *versus* aplicação em projetos (idem, prática 8);
8. estabelecimento de regra clara para a alocação de recursos entre projetos de investimento / aquisições de ativos vinculados ao *plano de negócio* (idem, prática 9);
9. estabelecimento de regra clara para o aproveitamento de oportunidades empresariais não previstas no *plano de negócio* (idem, prática 10);
10. revisão regular crítica do processo de planejamento estratégico, com a explicitação dos avanços e aprimoramentos obtidos a cada ciclo (vértice processos, prática 1);
11. estabelecimento de procedimentos éticos e regras de conduta claras para conselheiros, presidente, diretores, comitês de apoio (comitês do conselho) e a área de relações com investidores (pode estar contemplado dentro de *código de ética* ou de *código de governança corporativa*) (vértice pessoas, prática 1);
12. política de compensação da *cúpula* 100% transparente para o mercado de capitais e para todo o corpo de empregados (vértice recompensas, prática 9).

Conforme dito, cinco das 12 práticas anteriores integram o conjunto de 14 práticas que a especialista recomenda que sejam conhecidas pelo mercado (também já citadas), a saber:

1. *plano de negócio (business plan)* elaborado para a corporação (corporativo) e por firma coligada/controlada (vértice estratégia, prática 1);
2. estabelecimento de regra clara de vinculação do *plano de negócio* aos orçamentos anuais corporativo e de coligadas/controladas (idem, prática 5);
3. estabelecimento de regra clara para a distribuição de fundos residuais (dividendos e juros sobre o capital próprio) aos acionistas, visando compatibilizar remuneração *versus* aplicação em projetos (idem, prática 8);
4. estabelecimento de procedimentos éticos e regras de conduta claras para conselheiros, presidente, diretores, comitês de apoio (comitês do conselho) e a área de relações com investidores (pode estar contemplado dentro de *código de ética* ou de *código de governança corporativa*) (vértice pessoas, prática 1);
5. política de compensação da *cúpula* 100% transparente para o mercado de capitais e para todo o corpo de empregados (vértice recompensas, prática 9).

Destarte, pode-se dizer que a entrevistada: 1. identifica prós e contras nos *acordos de acionistas*; 2. por um lado, esses contratos propiciam vantagens aos acionistas minoritários signatários, além de incluírem cláusulas de interesse de todos os acionistas; 3. por outro, além de conferirem mais direitos a determinados acionistas (com maior estoque de ações ordinárias), retiram autonomia do conselho de administração.

Quanto à legislação, regulamentação e democratização do mercado de capitais nacional, a especialista considera: 1. a legislação não implica a construção de SDE's robustos, pois os representantes dos acionistas minoritários podem não ser eficientes; 2. a democratização do mercado de capitais poderia ser estimulada por *políticas de dividendos* atraentes para a população. A consideração relativa à possibilidade de *políticas de dividendos* levanta uma questão: *como estimular tais políticas?*

Da investigação realizada junto à especialista em direito societário, resulta a percepção geral de que, conforme seu *status*, fatores da *órbita* dos acionistas majoritários (como a criação de *acordos de acionistas* e a implantação de *política de divulgação* de informações para o mercado) e dos acionistas minoritários (como a crença na efetividade de participar de AG's) têm potencial para ampliar ou reduzir a influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre os SDE's de companhias abertas.

Ademais, cumpre reconhecer a relevância de mecanismos como a *câmara de arbitragem* (que apresenta vantagens em relação ao aparato jurídico nacional) e da boa assessoria jurídica em direito societário para os agentes que desejem reivindicar seus direitos, já que o País ainda carece, em grande medida, desse tipo de especialização e de um nível de *enforcement* que proteja adequadamente os interesses dos investidores do mercado de capitais.

#### 4.6 A perspectiva de governança dos executivos de organizações de mercado

A categoria executivos de organizações de mercado compreende o vice-presidente da ANIMEC, o presidente da APIMEC-MG, a diretora executiva do IBGC, a superintendente de relações com empresas da BOVESPA e a supervisora de desenvolvimento de empresas da mesma organização<sup>73</sup>.

Inicialmente, analisam-se os resultados relativos aos aspectos específicos, na seqüência: 1. atuação da entidade em prol da ampliação da influência dos acionistas minoritários em SDE's; 2. problemas com os quais a entidade tem se defrontado relativamente ao relacionamento *acionista majoritário-acionistas minoritários*; 3. evolução das práticas de governança corporativa no Brasil.

A seguir, analisam-se os resultados relativos aos aspectos comuns com outras categorias de entrevistados, na mesma seqüência considerada para a análise das perspectivas dos públicos corporativos, dos gestores de portfólio, dos acionistas minoritários individuais e da especialista em direito societário. Os executivos entrevistados não avaliaram os *acordos de acionistas*.

Cumpre, preliminarmente, comentar as especificidades das quatro organizações de mercado, segundo os respectivos entrevistados: 1. a ANIMEC é orientada para a representação dos interesses de investidores do mercado de capitais; 2. a APIMEC é orientada à representação dos interesses de analistas e profissionais de investimento do mercado de capitais; 3. o IBGC é orientado ao desenvolvimento do tema governança corporativa em diversos âmbitos, corporativo, de mercado e outros; 4. a BOVESPA é orientada à atração de companhias para a *bolsa de valores*, ajudando-as a se tornarem *atraentes* para investidores.

---

<sup>73</sup> Os quatro executivos responderam às questões específicas da categoria. No caso das questões comuns, o vice-presidente da ANIMEC e o presidente da APIMEC MG responderam a todas as questões comuns. As entrevistadas do IBGC e da BOVESPA responderam a parte das questões comuns, em função de suas agendas quando foram feitas as entrevistas.

Dentro de suas respectivas orientações, e conforme emergiu das entrevistas, cada entidade tem dado uma contribuição relevante em prol dos interesses dos acionistas minoritários excluídos do controle e de mudanças consistentes nas *regras do jogo*, formais e informais, vigentes no Brasil.

A ANIMEC tem atuado junto à CVM, na defesa de uma regulamentação mais efetiva em relação aos direitos e obrigações dos investidores do mercado de capitais, promovido seminários visando discutir aspectos importantes para os investidores, indicado representantes para conselhos de administração e fiscal (reunindo um *free float*<sup>74</sup> que permita a indicação de conselheiros), e ainda, atuado na busca de resolução de problemas em companhias, os quais afetem os interesses dos investidores.

A APIMEC, via APIMEC nacional e regionais, tem buscado apoiar uma legislação, uma regulamentação e regras de mercado que sejam justas para os mesmos, através da interação com entidades do Estado, de mercado, com as empresas (nas reuniões com as mesmas) e com a mídia. Ressalta-se ainda que a entidade é signatária, em conjunto com diversas outras entidades, do *Plano Diretor do Mercado de Capitais 2002*, o qual contempla, em diversas diretrizes, os interesses dos acionistas minoritários.

O IBGC tem realizado a divulgação das melhores práticas de governança corporativa para todos os públicos de interesse, via realização de um conjunto de eventos (como congressos, palestras e cursos) que contam com agentes egressos de diversos ambientes, incluindo o mercado de capitais. Sem focalizar especificamente a problemática dos acionistas minoritários, o IBGC tem contribuído significativamente para que essa questão e várias outras sejam discutidas no Brasil.

A BOVESPA, ao introduzir os *Níveis 1 e 2 de governança corporativa* e o *Novo Mercado*, instituiu regras de grande interesse para os acionistas minoritários: 1. a obrigatoriedade de emitir apenas ações ordinárias no âmbito do *Novo Mercado*; 2. o mandato unificado de um ano que, associado ao número mínimo de cinco membros no conselho de administração e ao *free float* mínimo de 25% das ações, favorece a organização dos investidores excluídos do controle, através do mecanismo de voto múltiplo<sup>75</sup>, previsto na *Lei das SA's*; 3. a

---

<sup>74</sup> Ações negociadas livremente em mercado aberto. Excluem-se as ações do acionista majoritário, de acionistas *signatários* de *acordos de acionistas* e de acionistas minoritários mais *estáveis* na estrutura de propriedade da companhia, os quais, freqüentemente, detêm parcela ponderável de ações.

<sup>75</sup> A *Lei das SA's*, no artigo 141, institui o voto múltiplo e o voto em separado. A dinâmica do voto múltiplo é a seguinte: acionistas que representem no mínimo 10% do capital com direito a voto, esteja ou não previsto no *estatuto*, podem requerer, até 48 horas antes da AG, que sejam atribuídos a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho de administração (se o conselho tem 10 membros, por exemplo, a cada ação serão atribuídos 10 votos). A *Lei* também institui o *voto em separado* do voto do acionista majoritário, admitindo que os acionistas ordinários que representem no mínimo 15% do capital votante e os acionistas preferencialistas



obrigatoriedade de adesão à *câmara de arbitragem*, mecanismo superior ao recurso da recorrência à justiça brasileira; 4. o *tag along*, que dá ao investidor não controlador a garantia de que será tratado com maior justiça, em caso de transferência de controle da companhia.

Ao comentarem os problemas identificados no relacionamento *acionista majoritário-acionistas minoritários*, os quatro entrevistados apontaram aspectos das *regras do jogo* informais no Brasil. O vice-presidente da ANIMEC, o presidente da APIMEC-MG e a diretora executiva do IBGC mencionaram o aspecto cultural e o caráter familiar de diversas companhias abertas.

A superintendente de relações com empresas e a supervisora de desenvolvimento de empresas da BOVESPA mencionaram o trabalho de difusão dos *Níveis* e do *Novo Mercado* e a mudança de cultura em prol da adoção de boas práticas de governança corporativa. As entrevistadas revelam insatisfação de companhias com a valorização de suas ações no mercado e insatisfação de investidores, mesmo relativamente às companhias que seguem os ditames legais.

Das considerações apresentadas pelos cinco entrevistados, cumpre destacar: 1. as especificidades da cultura nacional e o controle familiar são de grande relevância para a compreensão da governança corporativa no País; 2. são também relevantes o esforço de entidades de mercado, objetivando a promoção de mudanças nas *regras do jogo* formais e informais; 3. embora a *bolsa de valores* tenha poderes para impor mudanças às companhias abertas, a *tônica* é a adesão espontânea das companhias às regras de mercado, mais consistente a longo prazo.

No que concerne à evolução das boas práticas de governança corporativa no Brasil, o vice-presidente da ANIMEC demonstrou otimismo, apesar de reconhecer a novidade do tema e as grandes dificuldades nacionais, em especial, culturais. O presidente da APIMEC-MG e a diretora executiva do IBGC mencionaram um maior nível de conscientização e o longo caminho a ser percorrido, destacando que o tema governança corporativa está na pauta das companhias; a diretora executiva do IBGC ainda ponderou que a adoção de boas práticas não dever ficar restrita à *cúpula* das organizações.

A superintendente de relações com empresas e a supervisora de desenvolvimento de empresas da BOVESPA qualificaram como expressivo o avanço alcançado com a adesão de 34 companhias abertas aos *Níveis 1 e 2* e ao *Novo Mercado* - 26% da capitalização de mercado e aproximadamente o mesmo percentual em termos de volume de ações negociado.

---

que representem no mínimo 10% do capital social elejam um conselheiro e seu suplente (sujeito à apresentação de lista *tríplice* pelo acionista controlador, até a AGO de 2005).

As entrevistadas ainda observaram: 1. cerca de 40 empresas já concederam voluntariamente o *tag along* aos investidores; 2. várias companhias começam a ter conselheiros independentes, principalmente aquelas que aderiram aos *Níveis* e ao *Novo Mercado*, 3. os investidores começam a demandar melhores práticas; 4. as companhias têm considerado a demanda dos investidores. Mudanças começam a ocorrer por demanda dos investidores e as entrevistadas ressaltaram a importância do *ativismo* em governança corporativa.

Destarte, emergem das opiniões dos entrevistados as seguintes perspectivas: 1. apesar das dificuldades, o tema governança corporativa está na pauta das companhias abertas; 2. parte expressiva das companhias está contratualmente comprometida com padrões mais elevados de governança corporativa; 3. mesmo companhias que ainda não aderiram a esses padrões têm incorporado práticas de governança corporativa; 4. o *ativismo em governança corporativa* é relevante para que as companhias adiram a níveis de governança mais elevados.

No que concerne à AG, o vice-presidente da ANIMEC afirmou que o investidor não participa do evento, por acreditar que o acionista majoritário tem o direito do voto e aprova o que quer. Normalmente, as decisões levadas à AG já estão pre-definidas e a ida à AG é vista como perda de tempo, motivada apenas pelo desejo do registro em *ata* de posição contrária à do acionista majoritário.

Quanto ao presidente da APIMEC-MG, o mesmo conferiu grande ênfase à participação dos investidores nas AG's, à sua capacidade de organização e de comunicação entre si, objetivando a defesa de interesses comuns. O presidente argumentou que a organização dos investidores não está restrita por fronteiras geográficas, identificando espaço de crescimento da participação dos investidores nas AG's e, ainda, o auxílio da tecnologia (*internet*) a favor dos mesmos.

As opiniões dos dois entrevistados permitem inferir: 1. a crença dos investidores na efetividade de estar presente e participar desponta como um fator que modela a dinâmica das AG's; 2. o *ativismo* (mobilização) e a capacidade de organização (articulação) dos investidores também se apresentam como modeladores da dinâmica das AG's.

No que se refere ao conselho de administração e à sua dinâmica de funcionamento, o vice-presidente da ANIMEC observou que as decisões do conselho devem se restringir à necessidade da empresa e não prejudicar os investidores não controladores. O entrevistado ainda destacou a grande relevância do conselho fiscal na defesa dos interesses desses investidores, o qual seria ainda mais importante do que o conselho de administração, que

apresenta diversos problemas no Brasil, com destaque para o conflito de interesses resultante da acumulação dos cargos de presidente do conselho e presidente executivo pela mesma pessoa.

Em sua entrevista, o presidente da APIMEC-MG mencionou: 1. mudanças positivas que têm ocorrido em algumas companhias nacionais, as quais têm aprimorado seus conselhos de administração; 2. pressões têm se manifestado sobre as companhias, egressas de mercados externos e do mercado nacionais; 3. otimismo quanto à evolução do conselhos no Brasil em anos vindouros e quanto à importância da área de RI como *elo* entre o mercado de capitais e a *cúpula* das organizações.

Ressaltam-se aqui os seguintes aspectos, com respeito às duas opiniões em tela: 1. a relevância do conselho fiscal para os acionistas minoritários excluídos do controle, apontada pelo vice-presidente da ANIMEC; 2. as mudanças citadas na governança corporativa de companhias nacionais, em função de pressões internas e externas; 3. o crescimento da importância dos conselhos e das áreas de RI como instrumentos de governança corporativa.

No que tange a medidas objetivando confortar minoritários sobre decisões tomadas pelo conselho de administração, o vice-presidente da ANIMEC destacou a realização de reuniões com investidores (*APIMEC's* e *ANIMEC's*), observando que, quanto mais informações forem dadas, melhores serão os preços das ações.

Já o presidente da APIMEC-MG observou que o primeiro conforto a ser dado são os resultados da companhia; *ex expositis*, a transparência das informações e o reconhecimento das demandas dos investidores são importantes. O entrevistado ressaltou a relevância da área de RI e do profissional que atua na mesma, que deve ter dedicação exclusiva.

Com base nas opiniões dos dois entrevistados, destacam-se como sendo de grande relevância para o conforto dos acionistas minoritários excluídos do controle quanto às decisões do conselho: 1. uma *política de divulgação* que contemple uma boa e transparente atuação das áreas e profissionais de RI, o reconhecimento das demandas dos investidores e a promoção de eventos com os mesmos; 2. os (bons) resultados a serem apresentados pelas companhias aos investidores.

Ao tratar das formas como os conselheiros podem tomar melhores decisões para todos os acionistas, o vice-presidente da ANIMEC afirmou: 1. deve existir no conselho de administração o equilíbrio entre a posição do acionista majoritário e a posição da administração; 2. o tratamento deve ser equânime para todos os investidores; 3. o conselho deve ser o mais profissional possível; 4. os conselheiros devem ser independentes, se possível, em maioria, objetivando equilibrar o *peso* do majoritário. Segundo o entrevistado,

conselheiros independentes podem ter sua independência limitada, por serem indicados pelo majoritário e uma solução para isso seria uma *lista tríplice* submetida aos investidores.

Quanto ao presidente da APIMEC-MG, o mesmo argumentou que os conselheiros têm o poder que lhes é concedido pela *Lei das SA's* e estão sujeitos a penalidades judiciais; ademais, são características relevantes dos conselheiros: 1. capacitação; 2. postura de seriedade nas reuniões; 3. interesse genuíno pela companhia; 4. capacidade de reconhecer o ambiente e o perfil das pessoas e de atuar estrategicamente. O entrevistado ponderou, entretanto, que o posicionamento do acionista majoritário limita a atuação dos conselheiros, podendo torná-la inviável.

Os resultados em questão permitem dizer: 1. a tomada de decisões pelo conselho de administração envolve, em grande medida, o posicionamento do acionista majoritário e relevantes aspectos do *modus operandi* do próprio conselho de administração; 2. cumpre valorizar aspectos como a conscientização quanto à responsabilidade dos conselheiros (estabelecida pela *Lei das SA's*), comprometimento com a organização e com todos os seus acionistas, profissionalização e capacidade de relacionamento com pessoas.

No que concerne às possibilidades de influência de conselheiros representantes do acionista majoritário, conselheiros representantes de acionistas minoritários e conselheiros independentes sobre o SDE, o vice-presidente da ANIMEC e o presidente da APIMEC-MG avaliaram uma modalidade de conselheiros independentes cuja independência é limitada pela ligação mais forte com o acionista majoritário e por um *papel* mais figurativo, designada, pelo primeiro, como conselheiros *pseudo-independentes*.

Ainda no que concerne às possibilidades de influência de conselheiros sobre o SDE, tal questão foi considerada pelos dois executivos entrevistados segundo perspectivas distintas. Entretanto, o aspecto comum às perspectivas é que os conselheiros representantes de acionistas minoritários apresentam as menores possibilidades de influência (entre pequenas e moderadas); em segundo lugar, emergem os conselheiros *pseudo-independentes* (entre moderadas e grandes); em terceiro lugar, emergem os conselheiros representantes do acionista majoritário (entre grandes e muito grandes); as maiores possibilidades estão em mãos dos conselheiros *efetivamente independentes* (muito grandes).

Os resultados supracitados permitem dizer que os dois executivos entrevistados: 1. demonstram ceticismo quanto à esperada influência de conselheiros representantes de acionistas minoritários sobre o SDE; 2. demonstram otimismo quanto à atuação de conselheiros representantes do acionista majoritário e de conselheiros *pseudo-independentes*;

3. demonstram grande otimismo quanto à atuação de conselheiros *efetivamente independentes*, imputando à independência grande valor.

No que respeita à área de RI, o vice-presidente da ANIMEC observou: 1. a função de RI não deve ser acumulada com outras; 2. apenas o profissional de RI deve falar em nome da companhia; 3. a área deve captar e atender proativamente as demandas dos investidores; 4. o investidor deve ser tratado de forma séria; 4. a prestação de informações aos investidores deve ter isonomia; 5. o profissional de RI deve levar o ponto de vista dos investidores à *cúpula*, como *elo de ligação* entre os mesmos e a companhia.

O presidente da APIMEC-MG ponderou: 1. a função de RI é relativamente recente, mas já é reconhecida pela importância; 2. a área de RI é um *instrumento poderoso* de redução do custo de capital das companhias (algumas das quais provavelmente já perceberam isso); 3. a atenção à área de RI importa às famílias controladoras, cujo patrimônio pode ser valorizado com a redução do custo de capital e a conseqüente elevação do preço das ações; 4. a área de RI é um *canal que interliga os investidores à cúpula das companhias* e tende a ser valorizada nos próximos anos.

O entendimento resultante é que: 1. os entrevistados demonstraram imputar grande valor à atuação da área de RI; 2. a área de RI deve operar consoante princípios como dedicação às funções de RI, seriedade, *bilateralidade* (sendo *canal de mão-dupla* entre a cúpula da companhia e o mercado de capitais), comprometimento com a melhoria da percepção dos investidores (objetivando reduzir o custo de capital da companhia) e isonomia de alcance das informações; 3. os profissionais de RI devem se identificar com as demandas dos públicos externos, tornando-se defensores das mesmas junto às cúpulas das companhias.

Adicionalmente, destacam-se duas considerações feitas pelos executivos entrevistados: 1. a visão de que as companhias devem restringir sua comunicação, em grande medida, à área de RI, objetivando mitigar incongruências informacionais; 2. a relevância que a área pode ter no sentido da busca de maior valorização do patrimônio das famílias que controlam companhias abertas.

No que se refere a dimensões relevantes do SDE (estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas), os cinco executivos entrevistados conferiram grande a excepcional importância às mesmas; no que tange ao interesse demonstrado pelos cinco vértices, em geral, a avaliação foi similar. Disso resulta que esses executivos validaram a transposição da *estrela de Galbraith* (1995) ao SDE, ao mesmo tempo em que atribuíram, no que respeita à importância, maior valor à estratégia e as pessoas, e no que respeita ao interesse, à estratégia (retoma-se a questão no item 4.7, na resolução da primeira parte do problema de pesquisa).

Na análise da adoção de *código de governança corporativa*, ambos os entrevistados consideraram a prática relevante, mas vinculada à aplicação dos ditames do *código*, cuja adoção corre o risco de ficar apenas no âmbito do *discurso*. O vice-presidente da ANIMEC ponderou que todos os funcionários deveriam assinar sua adesão ao *código*, e o presidente da APIMEC-MG, que recompensas e punições associadas à adoção do *código* poderiam reduzir o risco citado.

Os executivos entrevistados levantaram um aspecto relevante acerca dos *códigos de ética* adotados pelas companhias: por um lado, tais *códigos* constituem uma forma de contrato social, podem ser vistos de forma positiva e causar impressão de seriedade de propósitos; ao mesmo tempo, a absorção dos princípios éticos que permeiam as regras de procedimento estabelecidas pode não ser a desejável. Assim, a adoção de mecanismos que induzam a observância aos *códigos* é relevante.

Quanto à *blindagem* do SDE, para o vice-presidente da ANIMEC, a prática é irrelevante, em função da concentração de propriedade no País. O entrevistado vislumbra, em empresas estatais, a possibilidade de aplicação de um critério que considere a manutenção das diretorias das companhias e a substituição do conselho de administração em decorrência de mudanças governamentais. Já o presidente da APIMEC-MG não acredita em mecanismos de *blindagem*, mas postula a viabilidade de mecanismos de proteção a mudanças corporativas que impliquem a mudança dos integrantes da *cúpula*, citando o *plano de negócio* e a necessidade de fundamentar mudanças substanciais no mesmo.

Ainda que a *blindagem* não seja factível na perspectiva dos dois executivos – pelo menos no sentido restrito da palavra –, cumpre ressaltar as seguintes sugestões para mitigação do risco de grandes mudanças em caso de troca do comando por mudanças governamentais: 1. a adoção de critério de se modificar apenas o conselho de administração em empresas estatais; 2. o *plano de negócio (business plan)* e a fundamentação de mudanças no mesmo.

No que concerne à *agenda de consenso formal* entre conselheiros, o vice-presidente da ANIMEC não acredita na prática, observando que o *estatuto social* é suficiente para prever as competências do conselho de administração e que a *Lei das SA's* prevê as obrigações dos conselheiros. Já o presidente da APIMEC-MG considera mais factível a criação de uma *agenda de consenso* informal, a depender da emergência da idéia no âmbito do conselho e da anuência do acionista majoritário, considerada imprescindível.

As opiniões dos executivos entrevistados ensejam as seguintes considerações: 1. o *estatuto social* pode ser um contrato de governança mais abrangente e que contemple, de forma adequada, todas (ou a maioria) das regras necessárias à condução dos negócios

organizacionais; 2. ao mesmo tempo, em função das características específicas do *estatuto* e do posicionamento do acionista majoritário, pode ser factível uma *agenda de consenso informal* e construída em torno de determinadas questões.

Na avaliação do exercício da presidência do conselho e da presidência executiva por pessoas distintas, os dois entrevistados apresentam opiniões similares: a separação entre as funções é considerada necessária e profissional, em função do *conflito de interesses*. Por outro lado, tanto o vice-presidente da ANIMEC quanto o presidente da APIMEC-MG consideram que, conforme a escolha das pessoas, a separação pode não ser favorável para os acionistas minoritários excluídos do controle.

À luz das considerações em questão, depreende-se: 1. a separação das funções deve ser feita, em função do *conflito de interesses* inerente à sua superposição e de um profissionalismo desejável; 2. entretanto, tal separação deve ser considerada de forma crítica, pois o acionista majoritário define as pessoas e, ao fazê-lo, pode criar as condições para a persistência do *conflito de agência*, ainda que de uma forma mais sutil.

No que tange ao *rating* de governança corporativa, o vice-presidente da ANIMEC atribui ao mesmo pequena importância, observando: 1. gestores de portfólio profissionais não basearão suas decisões de investimento no *rating* (pequenos investidores poderão basear); 2. os critérios de classificação adotados por *agências de rating* são subjetivos; 3. tais critérios podem não capturar os aspectos de interesse para os investidores. Quanto ao presidente da APIMEC-MG, o mesmo atribui ao *rating* uma importância moderada, ponderando que as decisões de investimento serão tomadas pelos profissionais de mercado com base em múltiplas ferramentas, sendo o *rating* uma dessas ferramentas disponíveis.

As opiniões dos executivos entrevistados são distintas, ressaltando-se que o presidente da ANIMEC foi cético em relação ao *rating*, tendo levantado questionamento relevante quanto à subjetividade dos critérios de avaliação adotados pelas *agências de rating* e quanto à sua real capacidade desse critérios de capturar os fundamentos corporativos. Ao mesmo tempo, ambos os entrevistados consideram que o *rating* constitui uma ferramenta à disposição do mercado dentre outras.

No que concerne à transparência informacional – à disponibilização de informações sobre as formas como são tomadas as decisões –, a pesquisa revela distintas opiniões. O vice-presidente da ANIMEC ressaltou a limitação legal à exposição das decisões do conselho de administração. Já o presidente da APIMEC-MG considerou que a divulgação das formas como as decisões são tomadas confortaria os investidores, mas pondera que o maior conforto advém dos resultados da companhia.

O primeiro entrevistado contemplou um obstáculo efetivo à divulgação de informações pelas companhias: o impedimento de manifestação de *insiders* quanto aos negócios das companhias. No que tange à perspectiva do segundo entrevistado, a criação de valor econômico pelas companhias desponta como o indicador *ex post* que confere maior conforto aos investidores. Nenhum dos entrevistados vislumbrou, em suas respostas à presente questão, oportunidades da criação de indicadores *ex ante*, capazes de detectar, preventivamente, problemas de governança corporativa.

No que se refere à compatibilização da necessidade de divulgar informações para o mercado *vis-à-vis* da necessidade de proteger informações, o vice-presidente da ANIMEC, apontou as restrições legais, observando que a estratégia não deve ser discutida de forma *aberta* e profunda, se isso prejudicar a companhia. O presidente da APIMEC-MG – também complementando sua a resposta à questão anterior - observou que a proteção de informações específicas é aceitável; entretanto, há indicadores que facultam conforto aos investidores, tais como bons resultados das operações da companhia, visão de longo prazo dos dirigentes, qualidade das pessoas e outras.

Pode-se afirmar, relativamente ao exposto: 1. os entrevistados reconhecem que nem todas as informações devem ser disponibilizadas pelas companhias para o mercado de capitais, que deve conviver com tal *assimetria informacional*; 2. concomitantemente, existem indicadores *ex post* e *ex ante* que facultam conforto aos investidores, como a criação de valor econômico, a demonstração da visão de longo prazo dos dirigentes, características dos integrantes da cúpula e outras.

Quanto à legislação e à regulamentação do mercado de capitais, o vice-presidente da ANIMEC afirmou: a legislação é boa, tem falhas, mas oferece instrumentos que podem interferir na governança corporativa das companhias (como o conselho fiscal); mudanças legais exigem tempo, e há o aspecto cultural (relevante na reforma da *Lei das SA's*, na qual a ANIMEC buscou interferir). O entrevistado mencionou que a CVM tem procurado compensar falhas legais; ao mesmo tempo, defendeu a auto-regulação do mercado, a determinação das melhores e piores companhias pela *lei da oferta e da procura*, e a relevância da conscientização das companhias.

O presidente da APIMEC-MG comentou a *Lei das SA's*, destacando sua abrangência (virtude), complexidade e a criação de diferentes categorias de acionistas (defeitos). O entrevistado ainda reconheceu o bom trabalho de regulamentação e de fiscalização da CVM, apesar das dificuldades e apontou, em conjunto com a diretora executiva do IBGC, o problema do cumprimento da legislação (*enforcement*).



A diretora executiva do IBGC enfatizou o problema do *enforcement* na América Latina, e ainda, as dificuldades operacionais de fiscalização da CVM. Quanto à superintendente de relações com empresas e à supervisora de desenvolvimento de empresas da BOVESPA, ambas destacaram a evolução da regulamentação da CVM, em especial, as instruções 358<sup>76</sup> e 361<sup>77</sup>.

Das considerações anteriores, emergem: 1. os entrevistados têm uma visão crítica sobre os problemas do arcabouço legal – as lacunas da legislação e o *enforcement*; 2. o vice-presidente da ANIMEC argumenta que a *Lei das SA's* tem mecanismos de defesa dos acionistas minoritários (destacando o conselho fiscal); 3. os entrevistados reconhecem a atuação da CVM e da BOVESPA, entidades que têm trazido contribuições concretas que, em certa medida, compensam ou buscam compensar os problemas do arcabouço legal.

Em linhas gerais, os quatro entrevistados identificam como fatores necessários para a democratização do mercado de capitais: 1. condições macroeconômicas favoráveis, como o crescimento da economia e o investimento das empresas (superintendente de relações com empresas e supervisora de desenvolvimento de empresas da BOVESPA), juros menores e imposto menor/inexistente (vice-presidente da ANIMEC e presidente da APIMEC-MG); 2. adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas companhias (diretora executiva do IBGC); 3. mudança cultural e popularização do mercado (vice-presidente da ANIMEC, presidente da APIMEC-MG, diretora executiva do IBGC, superintendente de relações com empresas e supervisora de desenvolvimento de empresas da BOVESPA).

O exame dos fatores supracitados permite afirmar: 1. parte significativa dos fatores indicados depende do Estado brasileiro; 2. outros fatores dependem, em grande medida, de organizações de mercado, como a CVM e a BOVESPA, cuja boa atuação foi também reconhecida pelos gestores de portfólio entrevistados.

Finalizando, o vice-presidente da ANIMEC abordou, de forma retrospectiva, fatores que, em sua visão, contribuíram para a *fragilização* do mercado de capitais nacional: 1. incentivos fiscais aplicados de forma inapropriada, que conduziram a um crescimento inconsistente do mercado e à sua posterior *derrocada*; 2. inflação alta, que criou uma cultura de aplicação defensiva em renda fixa, com taxas de juros elevadas; 3. a estratégia governamental de privatizações concentradora, que privilegiou os *grupos de controle*, em detrimento da democratização do capital junto à população. Tais considerações podem

---

<sup>76</sup> A instrução 358 é vista no item 4.1, em nota de rodapé.

subsidiar relevantes discussões objetivando melhor compreender as características do mercado de capitais nacional.

Da investigação realizada junto aos executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA, resulta a percepção geral de que, conforme seu *status*, fatores da *órbita* dos acionistas majoritários (como a intenção de criar valor para todos os acionistas, a visão cultural relativa aos interesses dos minoritários e a transparência informacional), dos acionistas minoritários (como a crença na efetividade de participar de AG's, o *ativismo* em governança corporativa e a capacidade de organização) e dos conselheiros (como sua competência, capacidade de agregar valor e a conscientização quanto ao poder que lhes é conferido pela *Lei das SA's*) têm potencial para ampliar ou reduzir a influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre os SDE's de companhias abertas.

Entretanto, os executivos entrevistados também identificaram fatores mais abrangentes que poderiam contribuir para ampliação da influência dos minoritários, tais como o *peso* do direito de propriedade (quanto mais ações ordinárias, mais poder) e a crença na adoção de boas práticas de governança corporativa pelos agentes corporativos e do mercado de capitais. O primeiro fator citado pode ser visto de forma associada à organização dos investidores, os quais podem buscar um *quorum* que lhes permita reivindicar direitos legais.

#### 4.7 Resolução do problema de pesquisa

O problema de pesquisa enunciado no capítulo 1 subdivide-se em duas partes: *1. qualificação da importância do SDE de companhias com ações em bolsa de valores, em dimensões relevantes; 2. identificação dos principais limites potenciais de influência dos acionistas minoritários excluídos do controle na construção desse sistema, segundo as percepções de diversos públicos.*

Contempla-se aqui, preliminarmente, a resolução da primeira parte do problema, dividida em três etapas: 1. apresentação e análise das avaliações feitas pelas cinco categorias de entrevistados sobre as cinco dimensões da *estrela* de Galbraith (1995), transposta ao SDE; 2. comparação das dimensões mais e menos valorizadas pelas categorias de entrevistados; 3. identificação de práticas de governança corporativa bem avaliadas pelos públicos corporativos.

---

<sup>77</sup> A instrução 361 da CVM (05/03/02) regula o procedimento aplicável a quaisquer ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas e, ainda, o processo de registro das ofertas públicas para cancelamento de registro de companhia aberta.

No que concerne à apresentação e análise das avaliações feitas sobre as cinco dimensões da estrela (estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas), as evidências (APÊNDICE J) indicam que os entrevistados das cinco categorias - públicos corporativos, gestores de portfólio, acionistas minoritários individuais, especialista em direito societário e executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA - validaram a *estrela*. As avaliações das dimensões supracitadas receberam um número de indicações favoráveis (79,6%) superior ao número de indicações neutras (12,1%) e desfavoráveis (8,3%).

Ressalta-se que os entrevistados da categoria públicos corporativos avaliaram os cinco vértices da *estrela* a partir do conjunto de 60 práticas de governança corporativa avaliadas no que respeita a dois quesitos: 1. contribuição para a melhoria do SDE; 2. o mesmo para atendimento aos interesses de todos os acionistas. Já os entrevistados das demais categorias avaliaram os cinco vértices quanto a dois quesitos: 1. importância para a construção do SDE; 2. interesse pelo vértice.

No que tange à comparação entre as dimensões mais e menos valorizadas pelas categorias de entrevistados, apresenta-se a figura 16, a respeito da qual são feitas três constatações. A primeira é que os públicos corporativos (*insiders*) imputaram à dimensão processos a melhor avaliação, e à dimensão recompensas, a pior, seguida pela dimensão pessoas. Já as demais categorias de entrevistados imputaram à estratégia a melhor avaliação, não se verificando convergência quanto à pior avaliação.

A segunda constatação é que, quando se comparam os resultados obtidos para os gestores de portfólio, acionistas minoritários individuais, especialista em direito societário e executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA, verifica-se que para esses atores, o vértice estratégia aparece de forma recorrente como sendo a dimensão mais valorizada pelos entrevistados; ademais, o vértice pessoas também é significativamente valorizado.

A terceira constatação é que, se os públicos corporativos imputaram às recompensas e às pessoas a pior avaliação, as categorias gestores de portfólio, acionistas minoritários individuais, especialista em direito societário e os executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA, quando vistas de forma agregada, imputaram a pior avaliação de importância à dimensão recompensas.

Destarte, tais resultados conduzem a três considerações. A primeira é que a perspectiva dos públicos corporativos, enquanto *insiders*, tem espaço para evoluir no sentido da valorização de práticas de governança corporativa atualmente menos valorizadas, objetivando obter maior equilíbrio com respeito às cinco dimensões ou vértices da *estrela* de Galbraith (1995).

DISCRIMINAÇÃO	DIMENSÃO MAIS VALORIZADA PELOS ENTREVISTADOS	DIMENSÃO MENOS VALORIZADA PELOS ENTREVISTADOS
<p><b>PÚBLICOS CORPORATIVOS</b></p> <p>1. Contribuição das práticas para a melhoria do SDE</p> <p>2. Contribuição das práticas para atendimento aos interesses de todos os acionistas</p> <p>(As 60 práticas avaliadas estão distribuídas igualmente entre os cinco vértices da estrela de Galbraith, 1995)</p>	<p>PROCESSOS</p> <p>PROCESSOS</p>	<p>RECOMPENSAS (PESSOAS na 2ª. colocação)</p> <p>RECOMPENSAS / PESSOAS (PESSOAS na 2ª. colocação)</p>
<p><b>GESTORES DE PORTFÓLIO</b></p> <p>1. Importância dos cinco vértices para a construção de um bom SDE</p> <p>2. Interesse demonstrado pelos cinco vértices enquanto gestor</p>	<p>ESTRATÉGIA / PESSOAS</p> <p>ESTRATÉGIA / PESSOAS</p>	<p>DEMAIS</p> <p>ESTRUTURA</p>
<p><b>ACIONISTAS MINORITÁRIOS</b></p> <p>1. Importância dos cinco vértices para a construção de um bom SDE</p> <p>2. Interesse demonstrado pelos cinco vértices enquanto acionista</p>	<p>ESTRATÉGIA / PESSOAS</p> <p>ESTRATÉGIA</p>	<p>ESTRUTURA / RECOMPENSAS</p> <p>ESTRUTURA / PROCESSOS</p>
<p><b>ESPECIALISTA EM DIREITO</b></p> <p>1. Importância dos cinco vértices para a construção de um bom SDE</p> <p>2. Interesse demonstrado pelos cinco vértices enquanto especialista</p>	<p>ESTRATÉGIA / ESTRUTURA</p> <p>TODAS</p>	<p>DEMAIS</p> <p>-</p>
<p><b>EXECUTIVOS DA ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC E BOVESPA</b></p> <p>1. Importância dos cinco vértices para a construção de um bom SDE</p> <p>2. Interesse demonstrado pelos cinco vértices enquanto executivo(a)</p>	<p>ESTRATÉGIA / PESSOAS</p> <p>ESTRATÉGIA</p>	<p>DEMAIS</p> <p>RECOMPENSAS</p>
<p><b>SÍNTESE DAS QUATRO ÚLTIMAS CATEGORIAS</b></p> <p>1. Importância dos cinco vértices para a construção de um bom SDE</p> <p>2. Interesse demonstrado pelos cinco vértices enquanto integrante da categoria específica</p>	<p>ESTRATÉGIA / PESSOAS</p> <p>ESTRATÉGIA</p>	<p>RECOMPENSAS</p> <p>ESTRUTURA/ PROCESSOS</p>

Figura 16 – Validação do SDE em dimensões relevantes pelas categorias entrevistadas

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

Nota - Devem ser consideradas as informações dos APÊNDICES I e J.

A segunda consideração é que os resultados apresentados permitem inferir que a valorização dos vértices estratégia e pessoas por companhias abertas pode ser muito bem vista por agentes de mercado. Uma maior valorização das pessoas, em especial, exigirá maior esforço corporativo, implicando mudanças significativas nas *regras do jogo* informais vigentes.

A terceira consideração é que tantos *insiders* quanto *outsiders* podem demonstrar valorização relativa inferior às recompensas, por motivos que não foram aqui pesquisados. Independentemente desses motivos, a menor valorização de recompensas estará, de alguma forma, associada a *regras do jogo* informais vigentes na sociedade brasileira.

Finalizando, no que tange à terceira etapa da resolução da primeira parte do problema de pesquisa, relacionam-se, a seguir, práticas cuja contribuição para a melhoria do SDE e para atendimento aos interesses de todos os acionistas foi qualificada pelos entrevistados da categoria públicos corporativos como excepcional (destaques):

1. *plano de negócio (business plan)* elaborado para a corporação (corporativo) e por firma coligada/controlada (vértice estratégia, prática 1);
2. estabelecimento de um modelo inteligente e padronizado para o plano de negócio, visando reduzir subjetividades e incluir informações realmente essenciais (idem, prática 2);
3. criação de um Comitê de Planejamento Estratégico, de Novos Negócios, de Finanças, de RH, de Auditoria e de Governança Corporativa (vértice estrutura, práticas 1 a 6);
4. revisão regular crítica do processo de planejamento estratégico, com a explicitação dos avanços e aprimoramentos obtidos a cada ciclo (vértice processos, prática 1);
5. revisão regular crítica da gestão de mercado (*marketing*), com a explicitação dos avanços e aprimoramentos obtidos a cada ciclo (idem, prática 2);
6. revisão regular crítica da gestão de finanças, com a explicitação dos avanços e aprimoramentos obtidos a cada ciclo (idem, prática 3);
7. monitoramento sistemático dos resultados das decisões – especialmente dos projetos organizacionais aprovados, ainda que durante período limitado (idem, prática 6);
8. conselho de administração sem entraves no que concerne à busca de informações dentro da companhia, para esclarecimentos relacionados a decisões a serem tomadas ou já tomadas/em implantação (idem, prática 12);
9. estabelecimento de regra clara e independente dos ditames da legislação prevendo alguma penalização financeira em caso de fraude comprovada (vértice recompensas, prática 8).

Adicionalmente, destacam-se a seguir práticas do vértice pessoas também prestigiadas pelos entrevistados:

1. estabelecimento de procedimentos éticos e regras de conduta claras para conselheiros, presidente, diretores, comitês de apoio (comitês do conselho) e a área de relações com investidores (pode estar contemplado dentro de *código de ética* ou de *código de governança corporativa* – prática 1);
2. capacitação constante dos integrantes da *cúpula* via cursos, seminários, painéis e dinâmicas de grupo (prática 6);
3. divulgação do trabalho e dos feitos conjuntos do conselho de administração e da diretoria, via *intranet* e de outras mídias internas, visando disseminar a importância de seu trabalho para o corpo de empregados (prática 7);
4. avaliação periódica de integrantes dos comitês de apoio (comitês do conselho) e da área de RI pelo conselho de administração (prática 9).

Portanto, a pesquisa identificou um conjunto robusto de práticas de governança corporativa ligadas aos sistemas de decisões estratégicas – todas as práticas que foram positivamente avaliadas pelos entrevistados – que poderiam ser consideradas para fins de adoção por companhias, *agências de rating* de governança corporativa e construtores de *códigos de governança corporativa*.

A figura 17 ilustra a elucidação da segunda parte do problema de pesquisa: o SDE é ali representado e, no âmbito do mesmo, o ambiente de governança corporativa, o qual opera como um *sistema conector*, que interliga a organização à AG, uma instância supra-organizacional constituída por um dos públicos relevantes (*stakeholders*) que integram o macroambiente.

Na figura 17, destacam-se os *espaços de influência* dos acionistas minoritários excluídos do controle no âmbito do SDE. Os limites de influência dos atores em questão na construção do sistema em tela correspondem às *fronteiras potenciais de influência* representadas na mesma figura, e ainda, na figura 18.

As *fronteiras potenciais de influência* são aqui indicadas tal como identificadas, reconhecendo-se: 1. alguma repetitividade; 2. que *algumas* fronteiras podem ser dependentes de outras; 3. que *fronteiras* associadas a uma dada instância podem também ser aplicadas a outra. Ressalta-se ainda que os *fronteiras* em tela não esgotam as possibilidades e poderão ser, futuramente, reorganizadas, de forma a contemplar sua eventual interdependência.

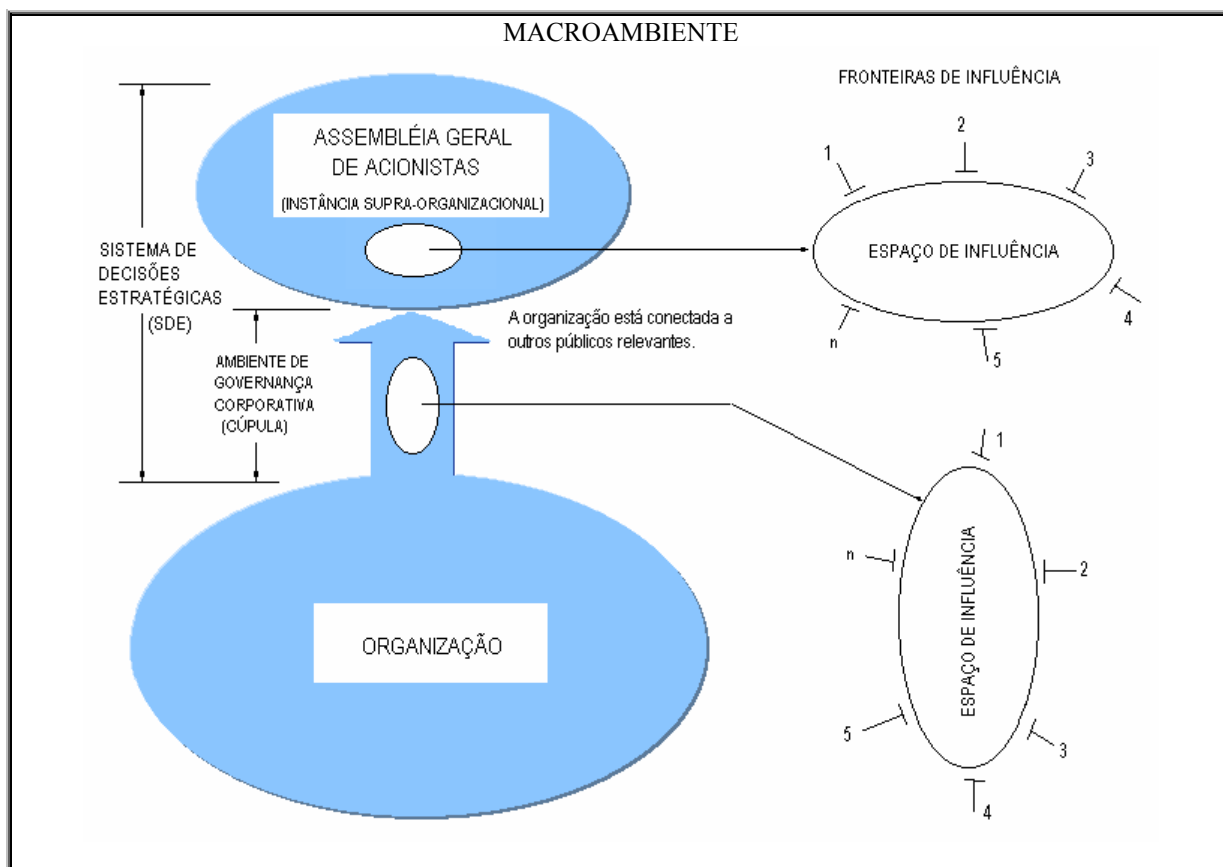


Figura 17 – *Fronteiras potenciais de influência* de acionistas minoritários no SDE

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

Nota - O SDE abrange a AG, uma instância supra-organizacional, sendo o mesmo detalhado na figura 1. A parte da organização que inclui os conselhos de administração e fiscal, a presidência e a diretoria, os comitês do conselho, a área de RI e outras instâncias corresponde ao ambiente de governança corporativa – à *cúpula* da organização.

A figura 18 deve ser compreendida com base na figura 17. O *status* de cada *fronteira* representada na figura 18 pode alterar o *espaço de influência* dos acionistas minoritários excluídos do controle no SDE. Considere-se, por exemplo, a intenção do acionista majoritário de criar valor para todos os acionistas (conselho de administração, *fronteira 1* na figura 18), a qual pode existir (*status 1*) ou não existir (*status 2*). O pressuposto é que, se tal intenção existir, o espaço de influência tenderá a ser maior, e se não existir, menor.

A figura 19 complementa o problema de pesquisa, ao sintetizar os fatores que delimitam o acesso dos acionistas minoritários excluídos do controle ao SDE. A diferenciação aqui estabelecida entre *influência sobre* e *acesso ao SDE* é relevante, pois o entendimento é que acesso não significa, necessariamente, influência, embora facilite a mesma.

FRONTEIRAS POTENCIAIS DE INFLUÊNCIA DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS SOBRE O SDE (DELIMITAM NO SENTIDO DE EXPANDIR OU DE CONTRAIR O <i>ESPAÇO DE INFLUÊNCIA</i> NO SDE)	P C	G P	A M I	E D S	E O M1	E O M2
<b>Assembléia Geral de Acionistas</b>						
1. Postura do acionista majoritário quanto às contribuições de minoritários e/ou de seus representantes nas AG's		X				
2. <i>Política de relacionamento</i> com o mercado		X				
3. Crença na efetividade de participar, mesmo com a hegemonia do majoritário	X	X		X	X	
4. <i>Ativismo</i> (mobilização) dos investidores	X	X			X	
5. Capacidade de organização (articulação) dos investidores	X				X	
6. Aprovação do balanço por acionistas minoritários (não prevista legalmente)		X				
7. Cobrança dos cotistas dos fundos de investimento quanto à sua presença na AG		X				
<b>Conselho de Administração</b>						
1. Intenção do acionista majoritário de criar valor para todos os acionistas	X				X	
2. Postura do acionista majoritário quanto ao compartilhamento do poder (propensão ao consenso)	X					
3. Visão de famílias majoritárias quanto à <i>bolsa de valores</i> como <i>locus</i> de formação de preço e de liquidez patrimonial	X					
4. Visão cultural do acionista majoritário relativa aos interesses dos acionistas minoritários					X	
5. Coerência entre o discurso e a prática dos dirigentes corporativos		X				
6. <i>Política societária</i> (para evitar o <i>tunneling</i> <sup>78</sup> )		X				
7. <i>Política de divulgação</i>			X	X		
8. Adoção de padrões contábeis internacionais			X			
9. Disposições de <i>acordo de acionistas</i> de interesse dos minoritários				X		
10. Direito ao voto (via posse de ações ordinárias)		X				
11. Atuação do conselho fiscal					X	
12. Atuação da área de RI como <i>canal de mão-dupla</i> para as informações	X		X		X	
13. Adoção de <i>código de governança corporativa</i>		X				
14. Exposição da companhia aos investidores, através da realização de reuniões periódicas					X	
15. Transparência informacional ( <i>disclosure</i> )					X	
16. Interesse pela identificação das demandas dos investidores					X	
17. Atuação dos investidores nas reuniões com a área de RI					X	
18. Prática do <i>rating</i> de ações		X				
19. Independência do conselho de administração		X			X	
20. Trabalho em <i>fórum</i> do conselho, em busca das melhores alternativas para a companhia e para os acionistas			X			
21. Participação dos conselheiros na construção do <i>plano estratégico</i>	X					
22. Foco dos conselheiros em estratégias de longo prazo		X				
23. Foco da companhia em resultados					X	
24. Fundamentação das opiniões dos conselheiros	X					
25. Uso de critérios técnicos de decisão	X					
26. Tempo disponível dos conselheiros, em função de sua participação em conselhos		X				
27. Competência técnica e capacidade de agregar valor dos conselheiros	X				X	
28. Maturidade do presidente do conselho na condução das reuniões	X					
29. Reconhecimento nacional e/ou do mercado quanto à competência dos conselheiros	X					
30. Conexão pessoal dos conselheiros representantes de minoritários com a mídia <sup>79</sup>			X			
31. Conscientização dos conselheiros quanto ao poder que lhes é concedido pela <i>Lei</i>	X				X	

Figura 18 – Principais *fronteiras potenciais de influência* de minoritários no SDE (continua)

<sup>78</sup> O *tunneling* é conceituado no item 2.3.3 por Leal (2002).

<sup>79</sup> Refutado pelo diretor de RI e pelo gerente geral de RI do BANCO ITAÚ e pelo vice-presidente da ANIMEC. Os dois primeiros entrevistados consideram que o fator não procede, e o terceiro, menciona a limitação do *insider*, estabelecida pela *Lei das SA's*.



FRONTEIRAS POTENCIAIS DE INFLUÊNCIA DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS SOBRE O SDE (DELIMITAM NO SENTIDO DE EXPANDIR OU DE CONTRAIR O <i>ESPAÇO DE INFLUÊNCIA</i> NO SDE)	P C	G P	A M I	E D S	E O M 1	E O M 2
32. Conscientização dos conselheiros quanto à natureza da companhia, que é aberta e tem acionistas que devem ser tratados com equidade e ter rentabilidade em seus investimentos		X			X	
33. Comprometimento dos conselheiros com a companhia e com seus resultados		X			X	
34. Proatividade dos conselheiros ( <i>conhecer antes de decidir</i> )	X					
35. Personalidade dos conselheiros na defesa de pontos de vista, não se intimidando perante pares famosos ou reconhecidos por sua competência	X					
36. Capacidade estratégica de os conselheiros construírem um relacionamento de respeito com seus pares, a longo prazo	X				X	
37. Atitude dos conselheiros perante modismos corporativos que não agregam valor econômico à companhia e aos seus acionistas		X				
38. Profissionalização dos conselheiros, no sentido de se tornarem <i>profissionais de conselho</i>		X			X	
<b>Área de Relações com Investidores</b>						
1. Visão de famílias majoritárias quanto à <i>bolsa de valores</i> como <i>locus</i> de formação de preço e de liquidez patrimonial	X					
2. Atuação da área como <i>canal de mão-dupla</i> para as informações	X	X	X		X	
3. Atuação do profissional de RI na defesa dos interesses dos agentes de mercado		X			X	
4. Dedicção exclusiva da área		X			X	
5. <i>Ativismo</i> (mobilização) dos investidores nas reuniões com a área de RI					X	
<b>Perspectiva Mais Abrangente (Executivos de Organizações de Mercado)</b>						
1. <i>Peso</i> do direito de propriedade (quanto mais ações ordinárias, mais poder)					X	
2. Visão cultural do acionista majoritário relativa aos interesses dos acionistas minoritários					X	X
3. Crença do acionista majoritário na obtenção de vantagens pela adoção de boas práticas de governança corporativa						X
4. Conscientização dos agentes corporativos e de mercado quanto à necessidade de adotar boas práticas de governança corporativa						X
5. Estabelecimento de <i>quorum</i> qualificado em <i>estatutos</i> e <i>acordos de acionistas</i> para a votação de determinadas propostas				X		
6. Disposições de <i>acordo de acionistas</i> de interesse dos minoritários				X		
7. Direito ao voto (via posse de ações ordinárias)						X
8. Adesão à <i>câmara de arbitragem</i>						X
9. Mandato unificado para membros do conselho de administração <sup>80</sup>						X
10. <i>Free float</i> mínimo						X
11. Concessão do <i>tag along</i> para acionistas minoritários						X
12. Adesão aos <i>Níveis 1 e 2 de governança corporativa</i> e ao <i>Novo Mercado</i>						X
13. Nível de satisfação das companhias com o seu valor de mercado						X
14. <i>Ativismo</i> dos investidores					X	X

Figura 18 – Principais *fronteiras potenciais de influência* de minoritários no SDE (conclusão)

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

Nota - Trata-se de uma listagem *em bruto*, com 64 *fronteiras de influência* que emergiram da análise do conteúdo das respostas às questões identificadas no capítulo 3 - Metodologia. A montagem dessa relação é detalhada no APÊNDICE K e a mesma não esgota as possibilidades, devendo ser refinada em futuras pesquisas. O APÊNDICE L relaciona as possibilidades de *status* de cada *fronteira* listada.

PC= públicos corporativos; GP = gestores; AMI = acionistas EDS = especialista em direito; EOM1 = executivos da ANIMEC e APIMEC; EOM2 = executivos do IBGC e BOVESPA.

<sup>80</sup> Este fator, mesmo estando fortemente relacionado com o conselho de administração, é aqui apresentado por estar associado ao *free float* mínimo de 25% e ao voto múltiplo (segundo as executivas da BOVESPA).

FRONTEIRAS DE ACESSO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS SOBRE O SDE	P C	G P	A M I	E D S	E O M 1	E O M 2
<b>Assembléia Geral de Acionistas</b>						
1. Organização do evento (local, data, horário) e sua correta divulgação		X				
2. Custos de participação na AG		X				
3. Uso da <i>internet</i> como <i>canal</i> de comunicação		X			X	
<b>Conselho de Administração</b>						
1. Assento de um representante dos acionistas minoritários excluídos do controle no conselho		X				
2. Existência de <i>acordo de acionistas</i> (o acesso ao mesmo ocorre para um grupo restrito de minoritários; ademais, o <i>acordo</i> restringe a atuação de conselheiros que representem os signatários)				X		
3. Participação dos conselheiros na construção do <i>plano estratégico</i>	X					
4. Conceito de informação privilegiada de <i>insiders</i> – principalmente do acionista majoritário (tal conceito impacta nas informações disponibilizadas)		X				
5. Acesso a informações sobre as reuniões do conselho (disponibilidade, qualidade das informações e e facilidade de leitura de pautas)		X				
<b>Área de Relações com Investidores</b>						
1. Atuação da área como <i>canal de mão-dupla</i> para as informações	X	X	X		X	
2. Atuação do profissional de RI na defesa dos interesses dos agentes de mercado		X			X	
<b>Perspectiva Mais Abrangente</b>						
1. Conscientização dos agentes corporativos e de mercado quanto à necessidade de adotar boas práticas de governança corporativa						X
2. Direito ao voto (via posse de ações ordinárias)						X
3. Adesão aos <i>Níveis 1 e 2 de governança corporativa</i> e ao <i>Novo Mercado</i>						X
4. <i>Ativismo</i> dos investidores					X	X

Figura 19 – Principais *fronteiras de acesso* de minoritários ao SDE

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

Nota - Os resultados acima derivam das entrevistas realizadas e da figura 18.

PC= públicos corporativos; GP = gestores; AMI = acionistas EDS = especialista em direito; EOM1 = executivos da ANIMEC e APIMEC; EOM2 = executivas do IBGC e BOVESPA.

Ressaltam-se, relativamente às figuras 18 e 19: 1. a indicação das cinco categorias de entrevistados não significa consenso dos integrantes de cada categoria, mas que as *fronteiras de influência e acesso* emergiram no âmbito da mesma; 2. as *fronteiras* em questão são citadas *independentemente* da opinião da mestrandia em relação às mesmas, dado o caráter exploratório da pesquisa; 3. não se teve uma preocupação específica em associar as *fronteiras* às cinco dimensões do SDE validadas no item 4.7, também em função do caráter exploratório da pesquisa; 4. *fronteiras* citadas podem ter implicações em termos de outros *sistemas de governança corporativa que não sejam o SDE*.

Adicionalmente, destaca-se que as *fronteiras* de influência das figuras 17 e 18 delimitam, *potencialmente*, a influência de acionistas minoritários excluídos do controle no sentido de que, conforme sua presença e intensidade, maiores ou menores podem ser os *espaços de influência* desses atores, maior ou menor seria sua capacidade de fazer diferença na construção e aprimoramento do SDE (representado na figura 1, a partir da atuação direta dos

mesmos ou de seus representantes sobre tal sistema e, ainda, a partir da consideração dos seus interesses por outros públicos também responsáveis pelo SDE, implícita em atitudes e ações.

A seguir, apresentam-se cinco comentários analíticos adicionais acerca dos resultados apresentados nas figuras 18 e 19. O primeiro comentário é que as categorias públicos corporativos, gestores de portfólio e executivos de organizações de mercado apresentaram, em quantidade, o maior número de contribuições, distribuídas entre as três instâncias analisadas (AG, conselho de administração, área de RI) e a perspectiva mais abrangente.

O segundo comentário é que os executivos de organizações de mercado apresentaram a maior parte das contribuições relativas à perspectiva mais abrangente. Quanto à categoria especialista em direito societário, com apenas uma entrevistada, foi especialmente relevante na identificação dos aspectos associados aos *acordos de acionistas*.

O terceiro comentário é que parte das *fronteiras de influência* e *acesso* representadas nas figuras 18 e 19 estão relacionadas com *regras do jogo* formais e informais. No que diz respeito às *regras do jogo* informais, ressaltam-se as visões do acionista majoritário e dos próprios investidores, que emergem, por exemplo, nas *fronteiras* 1 (postura do acionista majoritário quanto às contribuições de minoritários e/ou seus representantes nas AG's) e 3 (crença na efetividade de participar, mesmo com a hegemonia do majoritário) relativas à AG, na figura 18.

O quarto comentário é que no caso do conselho de administração, cuja análise foi mais aprofundada, boa parte das *fronteiras de influência* identificadas (19 a 38) está relacionada com o *modus operandi* do acionista controlador, o *modus operandi* do conselho, e ainda, o *modus operandi* da área de RI. Disso resulta que a boa escolha e formação de conselheiros pode ser de grande relevância para uma maior influência de acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE.

O quinto comentário refere-se ao *ativismo em governança corporativa* dos investidores, indicado pelas categorias públicos corporativos, gestores de portfólio e executivos de organizações de mercado. As executivas da BOVESPA - a superintendente de relações com empresas e a supervisora de desenvolvimento de empresas - apontam, em sua entrevista, a resposta das companhias às demandas do mercado de capitais, a relevância do *ativismo*.

#### 4.8 A perspectiva consolidada das cinco categorias de entrevistados

A seguir, comentam-se os aspectos mais relevantes (destaques) emergentes das entrevistas realizadas. No que concerne à dinâmica das reuniões das AG's, as mesmas podem ser pautadas por participação expressiva ou inexpressiva de investidores, conforme demonstrado pelos públicos corporativos. Entretanto, a percepção que emana das diversas entrevistas é que as crenças de acionistas majoritários e de acionistas minoritários modelam, em grande medida, a dinâmica desses eventos. Se os primeiros podem, a princípio, modificar a forma de lidar com a condução das AG's, sinalizando maior respeito pelos investidores, os segundos podem, a princípio, ser mais ativos – especialmente *investidores institucionais*, que são os *candidatos naturais* ao *ativismo em governança corporativa*.

No que diz respeito às medidas destinadas a conferir conforto aos acionistas minoritários excluídos do controle quanto às decisões tomadas pelo conselho, o ponto de vista expressado pelos gestores de portfólio permitiu identificar um conjunto mais abrangente de políticas que deveriam ser contempladas pelas companhias, objetivando melhorar a percepção dos investidorss, tais como: 1. *política global de governança corporativa*; 2. *política societária*; 3. *política de relacionamento*; 4. *política de divulgação*; 5. *política de dividendos*; 6. *outras políticas relevantes*. Tais políticas abrangem as considerações apresentadas pelos demais entrevistados.

No que tange às formas como os conselheiros podem tomar decisões em benefício de todos os acionistas, os pontos de vista expressados pelos públicos corporativos e pelos executivos da ANIMEC e da APIMEC-MG permitiram identificar os aspectos mais abrangentes que determinam a *tônica* da tomada de decisões pelo conselho de administração: o *modus operandi do acionista majoritário* (postura de abertura) e do *modus operandi do próprio conselho* (procedimentos de atuação e características dos conselheiros). Tais aspectos abrangem as considerações apresentadas pelos demais entrevistados.

No que se refere ao potencial de influência de conselheiros sobre o SDE, os resultados apresentados pelos públicos corporativos contrastam com os resultados apresentados pelas demais categorias. Os primeiros identificam chances apreciáveis de influência de conselheiros representantes de acionistas minoritários sobre os sistemas de decisão das suas respectivas companhias. Os demais – com exceção da especialista em direito societário – demonstraram ceticismo quanto a tal influência.

Quanto à área de RI, a mesma emerge da pesquisa como um instrumento de governança corporativa de grande relevância, o qual deve operar em consonância com um

conjunto de princípios como: ética, *bilateralidade* (sendo *canal de mão-dupla* entre a cúpula da companhia e o mercado de capitais), clareza informacional, fundamentação das informações; isonomia de alcance das informações e segmentação das tratativas dos agentes de mercado. Já os profissionais de RI devem se identificar com as demandas dos públicos externos, tornando-se defensores das mesmas junto às cúpulas das companhias.

No que concerne às dimensões relevantes do SDE, estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas, as cinco categorias de entrevistados validaram os vértices da *estrela* de Galbraith (1995), o que foi visto de forma mais detalhada na resolução do problema de pesquisa (item 4.7). Tal validação é especialmente importante, pois demonstra que os sistemas de decisões das companhias abertas são complexos, apresentam dimensões que podem ser estudadas de uma forma estruturada, e ainda, não se resumem à visão restrita do conselho de administração.

A adoção de *código de governança corporativa* teve sua relevância validada pelos entrevistados das cinco categorias. Em várias entrevistas, a prática foi associada à sinalização de seriedade por parte da companhia. Ressalvas importantes foram apresentadas quanto à necessidade de que o *código* não exista apenas como discurso; adesão de todos os funcionários e o estabelecimento de recompensas e punições associadas ao *código* reduziriam o risco citado.

Não se registrou consenso quanto à *blindagem* do SDE; entretanto, entrevistados indicaram soluções que poderiam reduzir o risco inerente a grandes mudanças na *cúpula* das companhias, destacando-se como solução mais citada o *plano de negócio*, cuja mudança deveria ser bem fundamentada por dirigentes e, eventualmente, estar associada à aprovação por *quorum* qualificado.

No que diz respeito à *agenda de consenso formal* entre conselheiros, tampouco se registrou consenso quanto à sua viabilidade; se vários entrevistados se manifestaram com cautela ou ceticismo, outros se manifestaram a favor, e outros citaram a possibilidade de estabelecer consensos em torno de alguns específicos de interesse. Entretanto, a percepção é que tal *agenda* – estabelecida em bases formais ou informais – constitui um instrumento de governança corporativa à disposição das companhias.

No que concerne ao exercício da presidência do conselho de administração e da presidência executiva por pessoas distintas, tal prática foi considerada relevante sob o prisma do profissionalismo e da mitigação do *conflito de interesses* entre as funções. Entretanto, a prática não foi fortemente associada a uma maior influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE, tendo em vista o poder de escolha das pessoas pelo acionista majoritário.

A importância do *rating* de governança corporativa foi, em geral, reconhecida como elevada, especialmente pelos gestores de portfólio, pelos acionistas minoritários individuais e pela especialista em direito societário. Duas constatações importantes despontam acerca das categorias citadas: os gestores de portfólio profissionais provavelmente utilizarão as avaliações das *agências de rating* como uma ferramenta adicional às suas atividades; já os pequenos investidores poderão considerar o *rating* como ferramenta de decisão.

No que tange à transparência informacional – à disponibilização de informações sobre as formas como são tomadas as decisões e sobre outras questões –, tal disponibilização foi considerada insatisfatória pelos gestores de portfólio e acionistas minoritários individuais. Ressalta-se aqui a limitação informacional imposta pela *Lei das SA's* aos *insiders*, que devem resguardar informações relevantes. Entretanto, cumpre destacar a preocupação manifestada pelos entrevistados da COMPANHIA X e do BANCO ITAÚ com a melhoria do aspecto informacional, o que denota que tal preocupação pode estar na pauta de companhias abertas.

Em continuidade à perspectiva informacional, no que respeita à compatibilização entre transparência informacional *vis-à-vis* da necessidade de resguardar informações estratégicas pelas companhias (prevista pela *Lei das SA's*), a pesquisa permitiu constatar que a questão não é fácil para as companhias, as quais não têm uma *fórmula* para equacioná-la. Ao mesmo tempo, a maioria dos *outsiders* entrevistados afirmou que é válido resguardar informações cuja revelação prejudicaria a companhia e os seus acionistas. Adicionalmente, o estabelecimento de uma *política de divulgação* pelas companhias constitui uma forma relevante de lidar com a questão.

Ainda em continuidade à perspectiva informacional, ressalta-se: os gestores de portfólio e os acionistas minoritários individuais não conseguiram estabelecer, de forma significativa, uma relação entre as 60 práticas de governança corporativa avaliadas e nove companhias abertas pesquisadas (cujas ações têm grande liquidez no mercado), dentre as quais, a COMPANHIA X e o BANCO ITAÚ. Destaca-se que os acionistas minoritários revelaram maior desconhecimento das relações citadas.

Tal *assimetria informacional* já havia sido vislumbrada por um dos entrevistados do BANCO ITAÚ, que ponderou, em sua entrevista: os agentes do mercado provavelmente não percebem, na íntegra, os resultados do esforço de transparência da organização. Entretanto, os analistas e gestores do mercado de capitais nacional percebem o BANCO ITAÚ como uma organização bem governada, já que a companhia *é o banco com maior valor de mercado do País*. Mas os resultados da pesquisa sinalizam que tanto a COMPANHIA X

quanto o BANCO ITAÚ têm espaço para melhorar a percepção dos investidores (especialmente a primeira).

Ainda no contexto informacional, identificou-se divergência entre os gestores de portfólio quanto às práticas cujo conhecimento seria relevante para o mercado, também avaliadas pela especialista em direito societário. Verificou-se que o mercado de capitais abriga desde os agentes interessados em conhecer a fundo as práticas de governança corporativa das companhias até aqueles mais preocupados com aspectos mais abrangentes.

No que concerne aos *acordos de acionistas*, os mesmos foram considerados instrumentos relevantes pelos entrevistados que opinaram a respeito (públicos corporativos e especialista em direito societário), constituindo um fator delimitante da influência e do acesso dos acionistas minoritários excluídos do controle ao SDE. Ressalta-se que os *acordos*, embora mais orientados para o estabelecimento de regras de interesse dos *grupos de controle* a que se destinam, e mesmo restringindo a atuação de conselheiros que representem o *grupo de controle*, podem contemplar disposições de interesse dos acionistas minoritários excluídos do controle.

Quanto à legislação do mercado de nacionais, principalmente a *Lei das SA's*, emergiram aspectos como abrangência e oferta de bons instrumentos de governança corporativa (virtudes), complexidade, falhas no texto e defesa ainda insatisfatória dos direitos dos acionistas minoritários (defeitos). No que tange à regulamentação do mercado, a CVM desponta como uma entidade que tem procurado cobrir imperfeições da legislação e fiscalizar, apesar de dificuldades operacionais. Alguns entrevistados ainda conferiram destaque à auto-regulação do mercado e às iniciativas das companhias.

Já quanto à democratização do mercado de capitais, os seguintes *grandes fatores* seriam desejáveis, segundo os entrevistados: 1. condições macroeconômicas favoráveis; 2. privatizações democráticas e distribuição do capital de companhias privatizadas à população; 3. aspectos relativos à dinâmica do mercado; 4. boa governança corporativa das companhias; 5. mudança cultural, via popularização do mercado.

#### 4.9 Fundamentos da proposta de representação da arquitetura organizacional

A seguir, descrevem-se os fundamentos de uma proposta de representação da arquitetura ou projeto organizacional, a qual se baseia em constatações e percepções (*insights*) decorrentes da pesquisa de dissertação e de contribuições de uma parte dos entrevistados (12 em 24), que foram co-autores e validantes.

O roteiro de apresentação dos fundamentos da proposta é o seguinte<sup>81</sup>: 1. descrição da *idéia central*, das *variáveis* descritoras da arquitetura de uma companhia com ações em *bolsa de valores* e das principais relações entre as variáveis citadas, parte das quais é egressa da *estrela* de Galbraith (1995) (*o quê e como*); 2. fundamentação teórica e empírica para os aspectos citados (*por quê*); 3. aplicabilidade e restrições da proposta (*quem, onde, quando*).

Inicialmente, no que concerne à *idéia central*, seu enunciado é o seguinte: *nas companhias com ações em bolsas de valores, a dimensão da governança corporativa se distingue da dimensão da gestão das operações e a cultura organizacional permeia ambas as dimensões. Assim, não seria factível a apreender o que é uma companhia aberta, sem caracterizar essas três dimensões básicas e sua lógica específica.*

Destarte, uma proposta de representação da arquitetura ou projeto de uma companhia com ações em *bolsa de valores* deve identificar, claramente, três dimensões básicas, uma subjetiva e duas objetivas, a saber: 1. *a dimensão da cultura organizacional (subjetiva)*; 2. *a dimensão da governança corporativa (objetiva)*; 3. *a dimensão da gestão das operações organizacionais (objetiva)*. A identificação dessas três dimensões constitui a primeira contribuição da proposta apresentada.

A dimensão da governança corporativa, especificamente, é caracterizada pela existência de um conjunto de *sistemas de governança corporativa*, construídos para fins de diversas *grandes funções*, não estanques entre si, tais como: 1. fiscalização e auditoria; 2. relacionamento com públicos relevantes (*stakeholders*); 3. produção de informações para *stakeholders*; 4. construção da estratégia e tomada de decisões estratégicas; 5. responsabilidade social e ambiental e outras porventura necessárias. A identificação desses *sistemas* constitui a segunda contribuição da proposta apresentada.

No que concerne às *variáveis* descritoras da arquitetura de uma companhia com ações em *bolsa de valores*, as mesmas podem ser associadas às três *dimensões básicas* supracitadas e estão a seguir relacionadas: 1. estratégia; 2. estrutura; 3. processos; 4. pessoas; 5. recompensas; 6. *endomarketing*. As cinco primeiras variáveis correspondem aos cinco vértices da *estrela* de Galbraith (1995), e a sexta, corresponde à disseminação da cultura organizacional, que ocorre, em cada organização, consoante uma dinâmica específica. Esta sexta dimensão constitui a terceira contribuição da proposta descrita no presente capítulo.

---

<sup>81</sup> Tal roteiro é baseado em Whetten (2003), segundo quem uma contribuição teórica de valor deve ser descrita em termos das seguintes indagações: 1. *o quê e como* (contribuição e variáveis envolvidas, assim como as relações entre as variáveis)?; 2. *por quê* (fundamentação empírica que suporta os aspectos em questão)?; 3. *quem, quando e onde* (condições de aplicação e restrições identificadas)? O autor, por sua vez, se baseia no trabalho de Dubin (1978).



As seis variáveis acima citadas – aqui também designadas como *dimensões descritivas* (das *dimensões básicas*) - não esgotam as possibilidades; ou seja, a proposta é *aberta*, admitindo a inserção de outras variáveis descritoras, de acordo com o estudo específico que se deseja fazer. Ademais, tais dimensões descritivas podem ser desdobradas em duas subdimensões, uma mais evidente ou *explícita*, e a outra subjacente ou *implícita*.

Assim, cumpre reconhecer: 1. a estratégia está explicitada no *plano de negócio* (variável explícita), mas está construída sobre premissas corporativas assumidas pelos dirigentes (implícita); 2. a estrutura compreende a estrutura formal (explícita) e à estrutura informal (implícita); 3. subjacentes aos processos formais (explícita), residem fluxos informacionais relevantes (implícita); 4. pessoas apresentam capacitações (explícita) e motivações (implícita); 5. subjacentes às regras de recompensas (explícita), existem contratos formais e informais (implícita); 6. subjacente à disseminação externa da cultura organizacional (explícita), existe a disseminação interna da cultura (implícita), que é relevante. Tais desdobramentos constituem a quarta contribuição da proposta apresentada.

Caracterizada a *idéia central*, as variáveis associadas à mesma e suas principais inter-relações, apresentam-se, a seguir, as justificativas que respaldam esses aspectos. A idéia central é justificada pelos argumentos seguintes: 1. *a dimensão da governança corporativa* é, em grande medida, definida pela *Lei das SA's*, pela regulamentação do mercado de capitais e pela estrutura de propriedade, *independentemente do negócio principal da organização*; 2. *a dimensão da gestão das operações* é, em grande medida, definida conforme as características do negócio; ademais, as *grandes linhas* da sua conformação emanam da dimensão anterior, em geral responsável pela sua construção; 3. *a dimensão da cultura* é, em grande medida, definida pelas *regras do jogo* informais vigentes em nível mais amplo e em nível organizacional e permeia as dimensões anteriores; 4. os *sistemas de governança corporativa* citados se associam às diversas *grandes funções* aqui identificadas

As justificativas relacionadas às seis *variáveis descritivas* são as seguintes: 1. as cinco primeiras são egressas da *estrela* de Galbraith (1995), uma ferramenta amplamente aceita no âmbito da teoria organizacional; 2. a pesquisa da presente dissertação de mestrado validou a transposição da *estrela* ao SDE, provavelmente, o sistema mais complexo de governança corporativa, demonstrando a presença das cinco dimensões da *estrela* nesse sistema; 3. a dimensão do *endomarketing* foi proposta por um dos entrevistados (o gerente geral de RI do BANCO ITAÚ) e justifica-se em função do papel de grande relevo que a dimensão *cultura* assume na arquitetura da organização.

Já as justificativas relacionadas ao desdobramento das seis variáveis descritivas emergem de respostas dadas pelos entrevistados a diversas questões, especialmente a análise das 60 práticas de governança avaliadas e as respostas às questões abertas dos questionários, valorizando quesitos como: 1. o *plano estratégico* e sua boa fundamentação; 2. a assunção de papéis formais e informais por integrantes do conselho de administração; 3. o estabelecimento de processos relevantes e o provimento de informações às decisões e aos investidores; 4. as pessoas e sua valorização; 5. as recompensas e contratos subjacentes; 6. os aspectos culturais que permeiam o ambiente organizacional - as *regras do jogo* informais e sua dinâmica.

Cumprindo ainda comentar as condições de aplicabilidade e as restrições da proposta; no que tange à aplicabilidade, o entendimento é que a mesma poderá ser útil aos estudiosos da governança corporativa de companhias com ações em *bolsas de valores*, em âmbito acadêmico, corporativo e do mercado de capitais, subsidiando análises críticas das três *dimensões básicas* aqui identificadas, ou, mais especificamente, de um *recorte* dessas *dimensões*, a exemplo do que foi feito na presente dissertação, cujo foco foi um dos *sistemas de governança corporativa*: o SDE.

Adicionalmente, o entendimento é que a proposta pode ser aplicável a companhias não listadas em *bolsa de valores*, com ajustes. Entretanto, a proposta deve ser vista com cautela no caso de empresas de pequeno e médio porte, em que as dimensões da governança corporativa e da gestão das operações se confundem na prática. Raciocínios específicos – eventualmente simplificadores - necessitariam ser desenvolvidos para essas organizações.

O capítulo 5 ilustra e detalha, através das figuras 20, 21 e 22, os fundamentos da proposta de arquitetura organizacional aqui descritos – a *idéia central*, as três *dimensões básicas* (*cultura, governança corporativa e gestão das operações*), as seis *dimensões descritivas* (*estratégia, estrutura, processos, pessoas, recompensas e endomarketing*), suas respectivas *subdimensões explícitas e implícitas*, e ainda, os diversos *sistemas* responsáveis por *grandes funções* de governança corporativa (duas últimas figuras).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este capítulo apresenta: 1. a *varredura* das teorias da governança corporativa descritas no referencial teórico (capítulo 2) - associadas às constatações da análise de resultados (capítulo 4) -, assim como das perspectivas emergentes de estudo da governança corporativa, identificadas no referencial teórico; 2. a representação, por meio de três figuras, da proposta de arquitetura organizacional cujos fundamentos estão delineados no capítulo 4, bem como considerações adicionais sobre a mesma; 3. possíveis desdobramentos práticos da resolução do problema de pesquisa e dos demais aspectos identificados (incluindo a proposta em questão); 4. a descrição das principais limitações da pesquisa; 5. as possibilidades de futuras investigações sobre o tema governança corporativa, bem como doze potenciais problemas de pesquisa.

Inicialmente, estabelecem-se as *pontes* entre as teorias da governança corporativa e as constatações práticas, observando a seqüência: 1. visão do *nexus* de contratos; 2. modelo financeiro; 3. modelo dos públicos relevantes (*stakeholders theory*); 4. visão esclarecida dos públicos relevantes (*enlightened stakeholders theory*); 5. visão da economia dos custos de transação; 6. visão do capitalismo fiduciário; 7. modelo político; 8. modelo de procuradoria. 9. visão informacional; 10. visão do poder; 11. visão cultural. Contemplam-se aqui modelos e visões já identificados pela literatura acadêmica.

Para cada teoria da governança corporativa, fez-se uma releitura do capítulo 4, objetivando identificar as contribuições mais relevantes, por categoria pesquisada, no que tange à resolução do problema de pesquisa e considerando a consolidação das opiniões das cinco categorias.

Entretanto, cumpre enfatizar que as considerações aqui apresentadas não esgotam as possibilidades de percepções e descobertas que não estejam aqui explicitadas, tendo em vista que as teorias da governança corporativa não são estanques entre si, e ainda, a excepcional riqueza de informações que emergiu das entrevistas com 24 pessoas, com distintas formações, experiências e motivações.

No que concerne à visão do *nexus* de contratos (primeira teoria), o primeiro aspecto a destacar é que os principais contratos de governança corporativa – os *estatutos sociais*, os *acordos de acionistas* e os *códigos de governança corporativa* das companhias abertas – podem não contemplar um conjunto de relevantes práticas de governança corporativa adotadas pelas organizações. Assim, conhecimento relevante sobre governança corporativa pode existir nessas organizações sob a forma de *conhecimento tácito*.

O segundo ponto a ressaltar sobre o *nexus de contratos* é que os *acordos de acionistas*, orientados precipuamente para a estabilização de relações entre os acionistas integrantes de um *grupo de controle*, mesmo retirando independência dos conselhos de administração, podem contemplar disposições de interesse de acionistas minoritários excluídos do controle.

O terceiro ponto de vista a realçar sobre o *nexus de contratos* é que os *códigos de governança corporativa* foram, quase sempre, bem vistos pelos entrevistados que o avaliaram, estando associados a seriedade e o comprometimento com a boa governança corporativa. Uma ressalva importante deve ser feita relativamente a esses *códigos*: podem ficar restritos ao nível do discurso; recompensas e punições associadas aos mesmos podem ser alternativas a serem consideradas.

O quarto aspecto a destacar sobre o *nexus de contratos* é que os *códigos de ética* emergem como uma modalidade de *código de governança corporativa*, orientada para a autorregulação de comportamentos de atores organizacionais. Permanece válida a ressalva feita acima aos *códigos de governança*, de modo geral.

Quanto ao modelo financeiro (segunda teoria), o primeiro ponto a distinguir é que o mesmo, reconhecido como sendo a perspectiva dominante dos estudos desenvolvidos em âmbito acadêmico, encontra ressonância no pensamento de públicos corporativos. Na presente dissertação, *insiders* identificaram tal modelo como sendo preponderante em suas respectivas organizações, quando estimulados à comparação com os demais modelos.

Os *acordos de acionistas*, ao menos no que tange aos acionistas minoritários signatários, podem contribuir para a mitigação do *conflito de agência* e a estabilização de relações de poder, é o que constitui o segundo tópico a ressaltar. Ao mesmo tempo, e conforme dito, a pesquisa demonstrou que tais *acordos* podem contemplar disposições de interesses de acionistas minoritários excluídos do controle. O contraponto aos aspectos citados é a perda de independência de conselheiros atrelados ao *grupo de controle*<sup>82</sup>.

O terceiro aspecto a destacar sobre o modelo financeiro é que o *conflito de agência* inerente ao relacionamento *acionista majoritário-acionistas minoritários* se manifesta de forma inequívoca nas AG's das companhias abertas nacionais, evento que pode ser menos valorizado por agentes do mercado de capitais do que as reuniões promovidas pela área de RI com os investidores. Ao mesmo tempo, verifica-se que a dinâmica das AG's é modelada, em grande

---

<sup>82</sup> Quando se consideram os *acordos de acionistas* sob o prisma do *nexus* de contratos, enfatizam-se seus aspectos contratuais mais relevantes. Já quando se examinam esses *acordos* sob o prisma do modelo financeiro, o foco é o *conflito de agência*.

medida, pelas crenças de acionistas controladores e não controladores acerca do *modus operandi* desses eventos, respectivamente no que tange à abertura para ouvir questionamentos e ao *ativismo em governança corporativa*.

O quarto item a ser relevado sobre o modelo financeiro é que, se o *conflito de agência* inerente ao relacionamento *acionista majoritário-acionistas minoritários* é real, tal conflito pode não ser a *tônica* das reuniões do conselho de administração; a *tônica* em questão pode ser a *busca de consenso* na tomada de decisões, vinculada ao posicionamento do acionista majoritário. Tal constatação, decorrente das entrevistas com *insiders*, não implica a inexistência de discussões no âmbito do conselho, as quais podem ser pautadas pelo debate intenso, mas que a *busca de consenso* pode ser o propósito final.

O quinto tópico a realçar sobre o modelo financeiro é que as chances de influência de conselheiros representantes de acionistas minoritários sobre a construção do SDE podem ser expressivas, conforme demonstraram as entrevistas com os *insiders*. E, diferentemente do que manifestaram diversos *outsiders*, céticos quanto a essas possibilidades, tais conselheiros podem prestar contribuição significativa em defesa de seus representados.

O sexto ponto de realce sobre o modelo financeiro é que a área de RI desponta com um relevante instrumento de mitigação do *conflito de agência majoritário-minoritários*. Entretanto, para que isso seja factível, são relevantes a intenção e o posicionamento do acionista controlador; ademais, a área deve operar consoante um conjunto de princípios, identificados pelos entrevistados. Destacam-se nas presentes considerações finais os princípios da ética (seriedade), da *bilateralidade* (atuação como *canal de mão-dupla* entre o mercado e a cúpula das companhias), e da isonomia de alcance das informações prestadas (a informação deve alcançar todos os agentes, sem distinção).

O sétimo aspecto a destacar sobre o modelo financeiro remete à empresa familiar; das entrevistas dos executivos da ANIMEC, APIMEC-MG e IBGC, emerge, preliminarmente, a percepção de que muito necessita ser feito em prol do desenvolvimento de uma *visão profissionalizada* nas companhias abertas controladas por famílias ou *grupos de controle* familiares. Ao mesmo tempo, conforme argumentou um dos entrevistados (diretor de RI do BANCO ITAÚ), aproxima-se a chegada da *terceira geração* de diversas famílias ao poder. Tal perspectiva impõe às famílias controladoras o desafio de conciliar aspectos de profissionalização e de agregação familiar.

O oitavo tópico a ressaltar sobre o modelo financeiro também remete à empresa familiar: mesmo que famílias controladoras não tenham a pretensão de vender seu patrimônio, espera-se que interesse a essas famílias a valorização do mesmo. Assim, a área de RI pode

contribuir, por meio de uma atuação profissional, para melhorar a percepção dos investidores, reduzir o custo de capital da companhia e aumentar, portanto, o valor da companhia, que é, afinal, patrimônio familiar. Para tanto, conforme argumentou um dos entrevistados (diretor de RI do BANCO ITAÚ), é necessário que a *bolsa de valores* seja vista pelas famílias controladoras como um *locus* de formação de preço do seu patrimônio.

A resolução da segunda parte do problema de pesquisa – a identificação das *fronteiras potenciais de influência* de acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE, relacionadas na figura 18 (complementada pela figura 19) – corresponde ao nono aspecto a destacar sobre o modelo financeiro. Tal conjunto constitui um levantamento exploratório permeado pelo *conflito de agência* que ocorre no País, preponderantemente, entre acionistas majoritários (controladores) e acionistas minoritários excluídos do controle.

No que tange ao modelo dos públicos relevantes (*stakeholders theory*), o que se deve enfatizar é que os *outsiders*, em geral, conferiram grande valorização às pessoas (além da estratégia), no âmbito da cúpula das companhias, quando inquiridos acerca da importância das cinco dimensões da *estrela de Galbraith (1995)* – estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas. Tal perspectiva contrastou com a perspectiva dos *insiders* (vistos conjuntamente), para quem o vértice melhor avaliado foram os processos.

Já no que se refere à visão esclarecida dos públicos relevantes (*enlightened stakeholders theory*), emergiu, no caso de uma das organizações pesquisadas, o BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S/A, ao lado do foco na criação de valor econômico, a preocupação com funcionários e com a sociedade, expressa em uma *política de responsabilidade social* que abrange a *holding* ITAUSA e na adoção de um *código de ética*.

A percepção acerca das duas considerações anteriores sobre o modelo dos públicos relevantes e sobre a visão esclarecida dos públicos relevantes é que a segunda teoria é mais consistente com aquilo que efetivamente ocorre no BANCO ITAÚ e em parte das companhias abertas, as organizações mais submetidas a pressões externas em uma economia capitalista.

Quando se leva em conta a visão da economia dos custos de transação, a consideração a ser feita diz respeito à participação de representantes de acionistas minoritários excluídos do controle no conselho de administração. A pesquisa indicou, conforme dito, chances significativas de influência desses conselheiros sobre o SDE, segundo a perspectiva de entrevistados corporativos. Ademais, tais conselheiros seriam *insiders*, impedidos, pela *Lei das SA's*, de revelar informações confidenciais para o mercado. A percepção é que a participação desses representantes agrega possibilidades concretas de incrementar o debate,

contribuir para a construção de SDE's mais robustos, resultar em uma melhor percepção de risco pelos investidores e em menor custo de capital das companhias.

No que respeita à visão do capitalismo fiduciário, o primeiro aspecto a destacar é que a tendência de que *investidores institucionais* invistam a longo prazo pode ser favorecida pela estabilização da economia nacional, cuja instabilidade, segundo opiniões de agentes do mercado, tem incentivado a perspectiva e os investimentos de curto prazo.

O segundo item a relevar é que, dentre os investidores do mercado de capitais, os *investidores institucionais* são os *candidatos naturais* ao *ativismo em governança corporativa*, dispendo de mais recursos e de melhores condições práticas de organização, especialmente os maiores. Apesar das diferenças entre si (em termos de *modus operandi* e recursos disponíveis), a percepção é que os *investidores institucionais* podem *alavancar* a adoção de boas práticas de governança pelas companhias.

No que concerne ao modelo político, a principal constatação propiciada pela pesquisa é que as companhias abertas podem responder a pressões dos investidores por melhor governança corporativa. A adesão de parte significativa de companhias abertas com grande liquidez de ações no mercado - especialmente ao *Nível 1 de governança corporativa* - suporta tal consideração. Ademais, conforme argumentam a superintendente de relações com empresas e a supervisora de relações com empresas da BOVESPA,

as mudanças começam a ocorrer na prática por demanda dos investidores. O *ativismo* em governança corporativa é importante, sem dúvida (Maria Helena Santana, superintendente de relações com empresas da BOVESPA, e Adriana P. Sanches, supervisora de desenvolvimento de empresas da entidade, 2003).

À luz do modelo de procuradoria, o primeiro aspecto a ser destacado é que maior conforto pode ser dado aos investidores do mercado de capitais nacional pelas companhias abertas sobre decisões tomadas pelo conselho de administração, se as mesmas definirem e divulgarem um conjunto de políticas, tais como: 1. *política global de governança corporativa*; 2. *política societária*; 3. *política de relacionamento*; 4. *política de divulgação*; 5. *política de dividendos*; 6. *outras políticas relevantes*. Às políticas listadas, acrescentar-se-ia a *política de responsabilidade social*, tema que tem assumido importância crescente no mercado. Todas essas políticas têm potencial para melhorar a percepção dos investidores.

O segundo tópico a realçar sobre o modelo de procuradoria é que a tomada de boas decisões do conselho de administração está, visceralmente, associada ao *modus operandi* do

*acionista majoritário* (postura de abertura) e ao *modus operandi do próprio conselho* (procedimentos de atuação e características dos conselheiros). Assim, se o posicionamento do majoritário é crucial, a responsabilidade dos conselheiros na boa tomada de decisões também o é.

O terceiro aspecto a destacar sobre o modelo de procuradoria diz respeito à *blindagem* do SDE; se, por um lado, não se registrou consenso quanto à viabilidade dessa prática, por outro, entrevistados indicaram soluções que poderiam reduzir o risco inerente a *grandes mudanças na cúpula* das companhias, destacando-se como solução mais citada o *plano de negócio* da companhia, cuja mudança deveria ser bem fundamentada por dirigentes e, eventualmente, estar associada à aprovação por *quorum* qualificado (conforme as especificidades da companhia e de seus principais acionistas).

O quarto item a realçar sobre o modelo de procuradoria contempla a *agenda de consenso formal* entre conselheiros: se tampouco se registrou consenso quanto à sua viabilidade, a percepção é que tal *agenda*, mais ampla ou mais restrita, e estabelecida em bases formais ou informais, constitui um instrumento de governança corporativa à disposição das companhias.

O quinto tópico a relevar sobre o modelo de procuradoria se refere ao *rating* de governança corporativa; em geral, reconhecido como relevante, especialmente pelos gestores de portfólio, pelos acionistas minoritários individuais e pela especialista em direito societário. Ressalta-se que os gestores de portfólio profissionais provavelmente utilizarão as avaliações das *agências de rating* como uma ferramenta adicional às suas atividades; já os pequenos investidores considerarão o *rating* como ferramenta de decisão. Adicionalmente, ressalta-se que tais agências devem prestar grande atenção aos critérios de *rating*, cuja subjetividade pode não capturar os fundamentos das organizações que são relevantes para os investidores.

A resolução do problema de pesquisa (item 4.7) também incorporou contribuições relevantes segundo a perspectiva do modelo de procuradoria. Como sétimo aspecto a enfatizar, menciona-se a resolução da primeira parte do problema: as cinco categorias de entrevistados validaram os vértices da *estrela* de Galbraith (1995), e tal validação é especialmente relevante, pois demonstra que os SDE's das companhias abertas são complexos, apresentam dimensões que podem ser estudadas de uma forma estruturada e, ainda, não se resumem à visão restrita do conselho de administração.

A resolução da segunda parte do problema de pesquisa – a identificação das *fronteiras potenciais de influência* de acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE, relacionadas na figura 18 (complementada pela figura 190) – corresponde ao oitavo



aspecto a destacar sobre o modelo de procuradoria, já que a análise objetivando a depuração das *fronteiras* identificadas pode ensejar diversas oportunidades de melhoria nos sistemas de governança corporativa de companhias abertas – e não apenas em seus SDE's.

Quanto à visão informacional, o primeiro item que sobressai é que a pesquisa apurou que os investidores – tanto gestores de portfólio quanto acionistas minoritários individuais - não têm sido atendidos em suas demandas por informação por parte das companhias, inclusive no que tange a informações sobre como são tomadas as decisões. Ao mesmo tempo, as entrevistas com os *insiders* demonstraram que a prestação de informações aos investidores é reconhecida como aspecto a ser melhorado, o que, *per se*, constitui bom sinal.

O segundo aspecto a destacar sobre a visão informacional é que entrevistados de várias categorias concordaram que nem todas as informações devem ser disponibilizadas para o mercado de capitais, quando a plena exposição informacional prejudicar a companhia e seus acionistas. Ou seja, tais entrevistados admitiram, explicitamente, que o mercado de capitais e os acionistas minoritários devem conviver com certo nível de *assimetria informacional* - inclusive admitido pela *Lei das SA's*. Ao mesmo tempo, a identificação *do que deve ser disponibilizado* e *do que não deve ser disponibilizado* para o mercado não é necessariamente simples de fazer, mas uma *política de divulgação* de informações pode ser útil para reduzir o nível de dificuldade.

O terceiro item de realce sobre a visão informacional é a grande *assimetria informacional* identificada relativamente à implantação de um conjunto de 60 práticas de governança corporativa (orientadas para o SDE) por companhias abertas, manifestada por gestores de portfólio e acionistas minoritários individuais (categorias entrevistadas nessa questão). No caso dos acionistas, a *assimetria* é mais profunda.

O quarto tópico a destacar sobre a visão informacional é que entrevistados das categorias (não todos) – gestores de portfólio, acionistas minoritários individuais e a especialista em direito societário – identificaram, dentre o conjunto de 60 práticas de governança corporativa avaliadas, práticas que deveriam ser conhecidas pelo mercado, por serem de interesse de todos os acionistas. Ressalta-se aqui que as companhias têm espaço para ampliar as informações prestadas.

No que concerne à visão do poder, o que desponta com destaque é que os *acordos de acionistas* e as *câmaras de arbitragem* se configuram como instrumentos de equacionamento de distribuição de poder, conforme demonstraram as entrevistas com os *insiders* e com a especialista em direito societário.

O segundo ponto a relevar sobre a visão do poder é que os conselheiros representantes de acionistas minoritários e os conselheiros independentes podem ter poder considerável de influência sobre o SDE, conforme demonstrou a pesquisa feita com *insiders*. Adicionalmente, o poder dos acionistas representantes de acionistas minoritários pode emanar de sua condição de representatividade; quanto ao poder dos conselheiros independentes, de sua independência, competência, ou mesmo da eventual ligação com o acionista majoritário.

O terceiro aspecto a destacar sobre a visão do poder é que conselheiros independentes podem ser coibidos de operar com independência (ou, ao menos, com um nível razoável de independência), em função de sua ligação com o acionista majoritário. Assim, esses conselheiros serão limitados em seu poder de contribuir para a melhoria do SDE. Tais conselheiros foram designados, por um dos entrevistados (vice-presidente da ANIMEC), como conselheiros *pseudo-independentes*, objetivando diferenciá-los de conselheiros *efetivamente independentes*, caracterizados por outro perfil de atuação mais intensa.

O quarto tópico que sobressai sobre a visão do poder é que o exercício da presidência do conselho de administração e da presidência executiva por pessoas distintas foi considerado relevante sob o prisma do profissionalismo e da mitigação do *conflito de interesses* entre as funções. Entretanto, a prática não foi fortemente associada a um maior poder de influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE, tendo em vista o poder de escolha das pessoas pelo acionista majoritário.

No âmbito da visão cultural, a pesquisa identificou claramente que as *regras do jogo* informais que caracterizam a sociedade e a economia brasileira têm grande influência na governança corporativa das companhias. A herança cultural brasileira, vinda principalmente de Portugal, determina, em grande medida, a forma de condução dos negócios organizacionais. Ao mesmo tempo, cumpre realçar o papel de entidades como a CVM, a ANIMEC, a APIMEC, o IBGC e a BOVESPA, as quais têm empreendido consistentes esforços em prol de mudanças nas *regras do jogo* formais e informais. Assim, a perspectiva cultural da governança corporativa no País não deve ignorar tais esforços.

No que se refere à abrangência das possibilidades de estudo da governança corporativa das companhias, o referencial teórico da dissertação identificou, além das teorias anteriormente citadas, possibilidades como: 1. a perspectiva da arquitetura organizacional; 2. a perspectiva da empresa familiar; 3. a perspectiva legal e regulatória; 4. a perspectiva da fiscalização e auditoria; 5. a perspectiva do relacionamento com *stakeholders*, especialmente com investidores (típica das áreas de RI); 6. a perspectiva dos riscos, pós-*Sarbanes-Oxley Act* (30/07/02); 7. a perspectiva do SDE; 8. a perspectiva da estratégia, que constitui a

possibilidade para a discussão das diversas vertentes que caracterizam o *pensamento estratégico organizacional*, amplamente tratadas pela literatura acadêmica; 9. outras perspectivas emergentes.

A seguir, ilustra-se, via figuras 20, 21 e 22, a proposta de representação da arquitetura organizacional construída em conjunto com uma parte dos entrevistados da pesquisa desenvolvida no âmbito desta dissertação (conforme APÊNDICE M). Os fundamentos da proposta em questão foram descritos no capítulo 4 (item 4.9).

Na figura 20, destaca-se a existência dos seguintes elementos: 1. AG, uma instância supra-organizacional; 2. *dimensões básicas* da organização – *dimensão da cultura*, *dimensão (ambiente) da governança corporativa* e *dimensão (ambiente) da gestão das operações*; 3. *dimensões descritivas* (das *dimensões básicas*) – estratégia, estrutura, processos, pessoas e *endomarketing*; 4. subdimensões descritivas das *dimensões básicas* – desdobramentos das *dimensões descritivas*. Na figura 21, realça-se, além de alguns elementos citados, um conjunto de *sistemas de governança corporativa*, responsáveis por várias funções, brevemente qualificados na figura 22.

Na dimensão da governança corporativa (ambiente de governança corporativa), representada nas figuras 20 e 21 e *locus* ou nível de condução dos negócios organizacionais, residem os conselhos de administração e fiscal, a presidência e a diretoria, os comitês do conselho, a área de RI e outras instâncias.

Sete considerações complementares são aqui apresentadas sobre a proposta representada nas figuras 20, 21 e 22, enriquecendo a descrição de seus fundamentos. O primeiro comentário é que a figura 20, ao evidenciar a cultura, valoriza as *regras do jogo* qualificadas por North (1990). Parte dessas *regras* pode ser alterada – aquelas sob influência direta dos *governantes corporativos*, principalmente a médio e longo prazos -, já que esses atores têm condições privilegiadas de promover mudanças internas. Tais mudanças se processarão por meio de *intervenções bem feitas* sobre as dimensões descritivas da organização.

A segunda consideração aqui apresentada sobre a proposta em tela é que a mesma insere o ambiente de governança corporativa na arquitetura organizacional. Tal ambiente é caracterizado por atributos como: 1. a responsabilidade pelo futuro da organização e por funções relevantes; 2. a existência de um grupo restrito de atores corporativos; 3. maior concentração de poder em mãos desses atores; 4. remuneração mais elevada desses atores em relação ao restante da organização; 5. maior impacto provável da estrutura informal nas decisões corporativas.

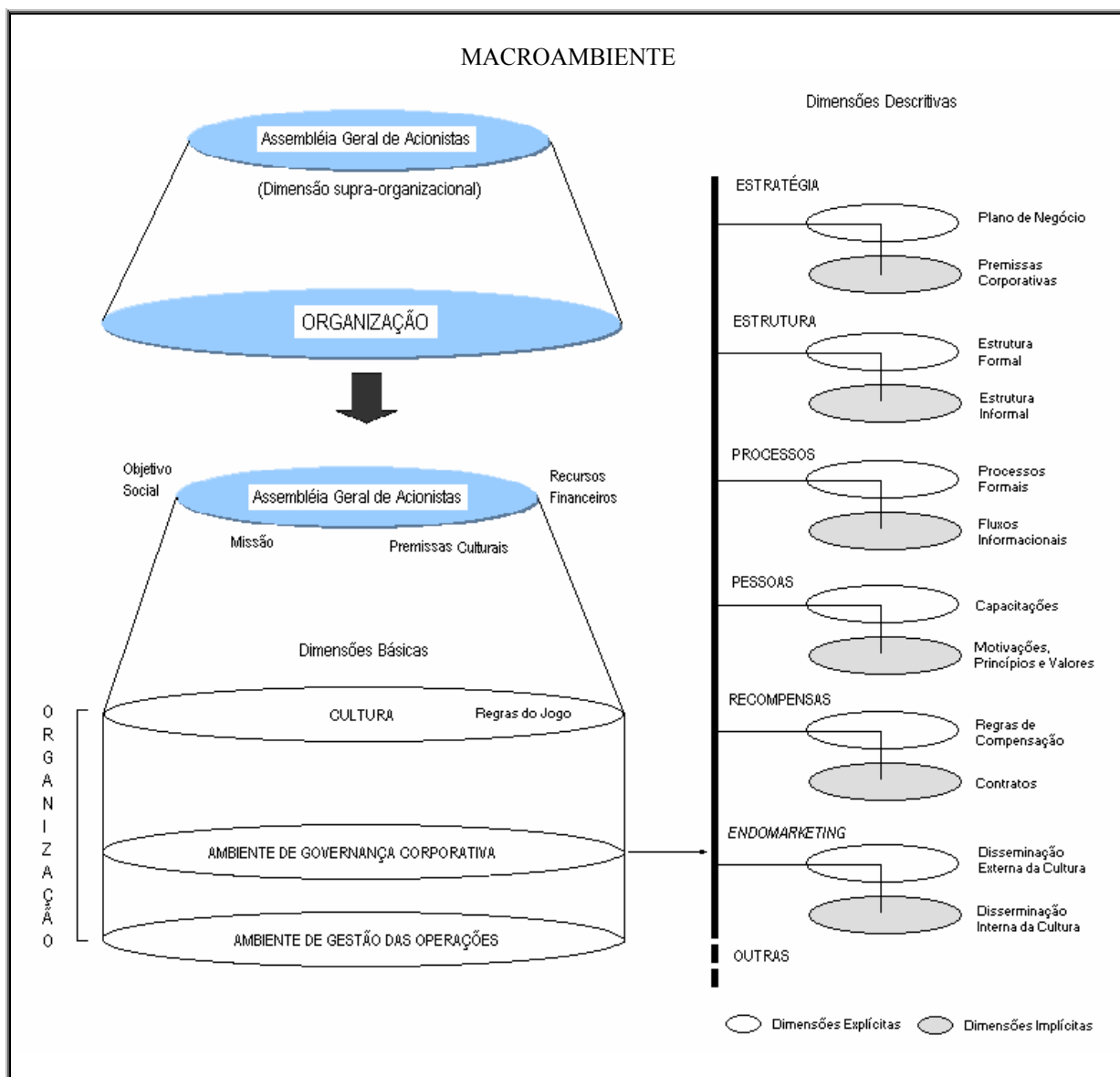


Figura 20 – A arquitetura multidimensional - AMD

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação em conjunto com os entrevistados que a validaram.

Nota - Segundo a representação acima, as organizações seriam muito mais do que *nexus de contratos*, conforme definidas por Jensen e Meckling (1976), apresentando múltiplas dimensões.

A terceira consideração tecida sobre a proposta é que a mesma confere destaque à ideia de *companhias governadas* (POUND, 2005) e às *grandes funções* da governança corporativa. Os sistemas de governança corporativa indicados nas figuras 21 e 22, relacionados com as *funções* em questão, constituem *grandes pilares* do *governo corporativo*, os quais sustentam responsabilidades com a AG e com outros públicos relevantes.

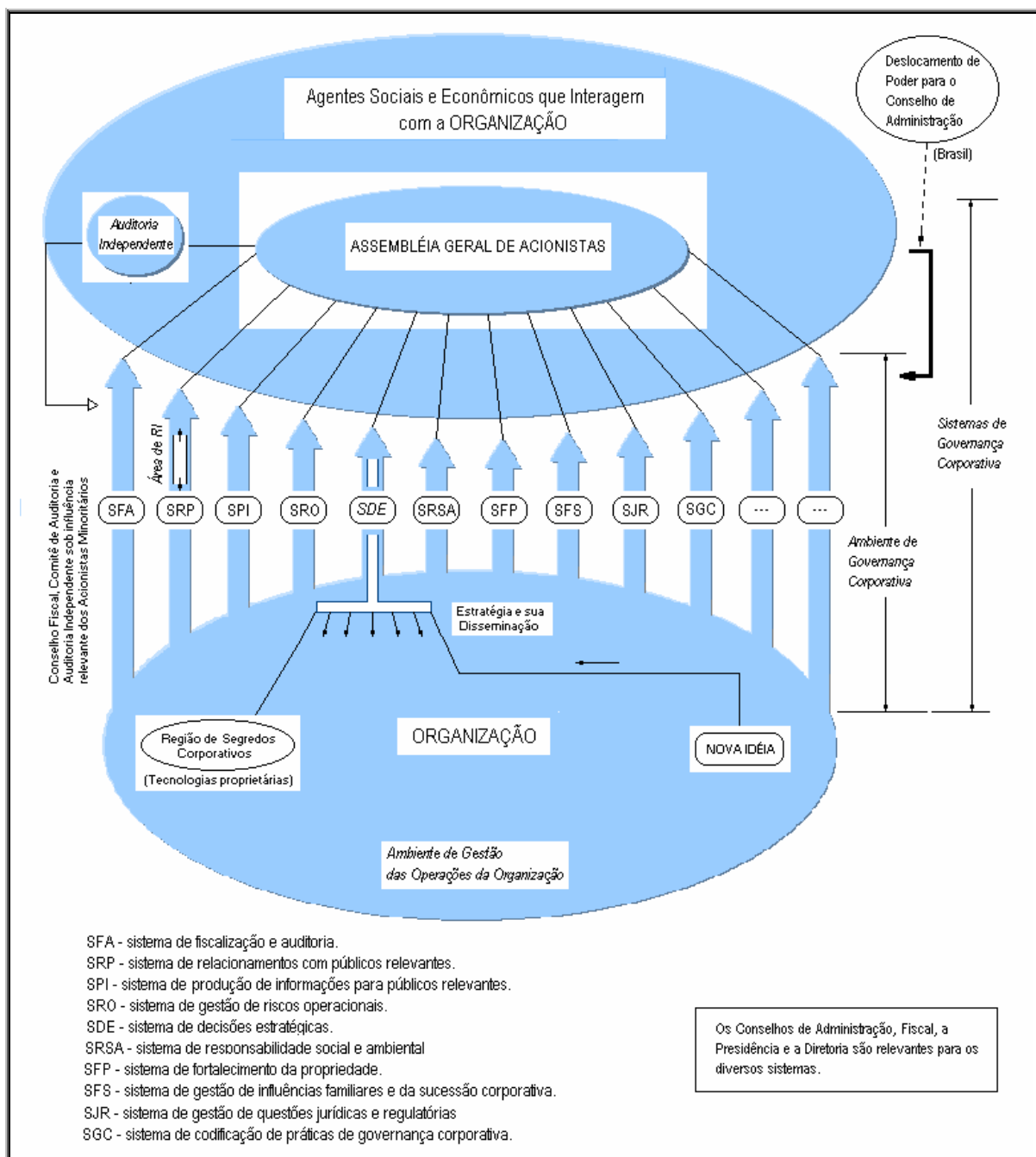


Figura 21 – Os sistemas de governança corporativa da arquitetura multidimensional - AMD

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação em conjunto com os entrevistados que a validaram.

Nota - O SDE é o mesmo representado na figura 1, e o ambiente de governança corporativa é o ambiente de condução dos negócios organizacionais. Os sistemas representados são os meios de condução citados, em consonância com perspectiva da OECD (a governança corporativa refere-se aos meios internos por meio dos quais as organizações são operadas e controladas).

A quarta consideração relativa à proposta é que o exame da figura 21 enseja uma reflexão que pode ampliar a discussão sobre a dicotomia transparência organizacional *vis-à-vis* da necessidade de proteger informações estratégicas. A *assimetria informacional*,

existente entre a organização e o mercado, revela-se também no *âmago da organização*, já que os atores organizacionais estão expostos a diferentes níveis de informação.

**1. SISTEMA DE FISCALIZAÇÃO E AUDITORIA (SFA)**

Fiscalização com rigor do cumprimento da missão e dos objetivos organizacionais, bem como da utilização dos recursos dos acionistas. O conselho fiscal é uma instância de grande relevância

**2. SISTEMA DE RELACIONAMENTO COM PÚBLICOS RELEVANTES OU STAKEHOLDERS (SRP)**

Cultivo e consolidação de relacionamentos com públicos relevantes (*stakeholders*), via contratos formais e informais. Os acionistas são parte dos públicos relevantes, e a área de RI é uma instância de grande relevância

**3. SISTEMA DE PRODUÇÃO DE INFORMAÇÕES PARA PÚBLICOS RELEVANTES (SPI)**

Produção de informações para públicos relevantes. A controladoria é uma instância de grande relevância

**4. SISTEMA DE GESTÃO DE RISCOS OPERACIONAIS (SRO)**

Gerenciamento de riscos inerentes às operações organizacionais. A controladoria é uma instância de grande relevância

**5. SISTEMA DE DECISÕES ESTRATÉGICAS (SDE)**

Produção da estratégia e das decisões estratégicas organizacionais. O conselho de administração e seus comitês são instâncias de grande relevância

**6. SISTEMA DE RESPONSABILIDADE SOCIAL E AMBIENTAL (SRSA)**

Gerenciamento dos aspectos de responsabilidade social e ambiental. Conselhos e comitês especiais são instâncias de grande relevância

**7. SISTEMA DE FORTALECIMENTO DA PROPRIEDADE (SFP)**

Equacionamento das questões relativas ao fortalecimento dos acionistas, abrangendo política de distribuição de fundos, política de recompras de ações e outras políticas de interesse. O conselho de administração e seus comitês são instâncias de grande relevância

**8. SISTEMA DE GESTÃO DE INFLUÊNCIAS FAMILIARES E DA SUCESSÃO CORPORATIVA (SFS)**

Equacionamento das influências familiares e da sucessão organizacional. Instâncias familiares são relevantes

**9. SISTEMA DE GESTÃO DE QUESTÕES JURÍDICAS E REGULATÓRIAS (SJR)**

Equacionamento das questões relacionadas com a legislação e a regulamentação dos mercados de capitais em que opera a companhia. Instâncias internas e/ou consultorias são relevantes.

**10. SISTEMA DE CODIFICAÇÃO DE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (SGC)**

Codificação das práticas de governança corporativa que regerão comportamentos de conselheiros, administradores e de outros profissionais de alto nível envolvidos. O conselho de administração e seus comitês são instâncias de grande relevância. A designação de um *chief governance officer – CGO* - executivo responsável pelo desenvolvimento de uma boa *plataforma de governança corporativa*, conforme Mahoney (2003), pode ser relevante

**11. OUTROS SISTEMAS EXISTENTES**

Figura 22 – Breve caracterização dos *sistemas de governança corporativa*

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

Nota - A presidência, a diretoria e a área de RI estão presentes em todos os *sistemas* indicados. Dois possíveis *sistemas de governança corporativa* adicionais seriam o sistema de equacionamento tributário – SET (muitas organizações chegam à falência, em função do equacionamento indevido desse aspecto – e, ainda, o sistema de gestão do capital intelectual – SCI (o capital intelectual assume importância crescente nas organizações, abrangendo o talento das pessoas e o conhecimento acumulado).

A quinta consideração feita sobre a proposta é que a mesma não sugere conflito com as teorias da governança corporativa descritas no capítulo 2; na realidade, reflete aspectos das mesmas. No que se refere, especificamente, aos modelos financeiro, dos públicos relevantes (*stakeholders*) e à visão esclarecida dos públicos relevantes (*enlightened stakeholders theory*), a percepção é que as figuras são consistentes com a terceira perspectiva: a criação de valor econômico para os acionistas, representados no âmbito da AG, não deve ser feita às expensas de outros *stakeholders* de relevo.

A sexta consideração sobre a proposta é que a mesma não elimina ou mitiga, *per se*, o *conflito de agência* que permeia o relacionamento entre acionistas majoritários (controladores) e acionistas minoritários excluídos do controle, ainda que represente, sob o prisma da AG e, especialmente, dos investidores minoritários do mercado de capitais, o conjunto de *sistemas de governança corporativa* que pode existir em uma companhia com ações em *bolsa de valores*. O entendimento é que a mitigação do *conflito de agência* poderá advir da eficácia dos *sistemas* citados em atender a expectativas dos investidores, e não de sua simples existência.

A sétima consideração sobre a proposta em questão é que, se a AG é representada prioritariamente em relação a outros públicos relevantes (*stakeholders*) que também dependem dos resultados organizacionais, tal representação, ainda que privilegie, em um primeiro momento, a visão esclarecida dos públicos relevantes, pode evoluir com o tempo para uma perspectiva mais ampla e orientada para o desenvolvimento social e econômico, à medida que a AG evoluir culturalmente para o conceito mais abrangente de *assembléia geral de patrocinadores do desenvolvimento nacional via empresas*, condizente com o papel que os investidores do mercado de capitais efetivamente têm.

Caracterizadas as principais contribuições teóricas do estudo e a proposta das figuras 20, 21 e 22, cumpre identificar os principais desdobramentos práticos possíveis a partir da pesquisa. O primeiro desdobramento factível é que o esforço de depuração das *fronteiras* representadas nas figuras 18 e 19 (capítulo 4), pode resultar em propostas de práticas de governança corporativa, objetivando ampliar tanto a influência sobre o SDE quanto o acesso dos acionistas minoritários excluídos do controle ao SDE. Tais práticas poderão ser enquadradas nos vértices estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas, pois não houve uma preocupação específica da pesquisa em fazer tal enquadramento, em vista do seu caráter exploratório.

Considere-se, por exemplo, no caso do conselho de administração, a primeira *fronteira de influência* constante na figura 18, relativa ao conselho, a intenção do acionista

majoritário de criar valor para todos os acionistas. Parece razoável supor que, quanto mais presente tal intenção, maior tenderá ser o espaço de influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE (e vice-versa).

Se tal suposição estiver correta, poderá ser factível identificar práticas de governança corporativa desdobradas a partir da mesma, as quais objetivem a demonstração da boa intenção do acionista majoritário quanto à criação de valor para todos os acionistas, tais como:

1. declaração clara e expressa do objetivo de criação de valor econômico para todos os acionistas da companhia;
2. disponibilização de *acordos e protocolos de acionistas* para os agentes do mercado;
3. adoção de *código de governança corporativa*;
4. inclusão, em *estatuto, acordo/protocolo de acionistas e código de governança corporativa*, de regras que protejam os direitos e interesses dos acionistas minoritários excluídos do controle;
5. adoção de indicador de criação de valor econômico pela companhia, a exemplo do *Economic Value Added – EVA*<sup>83</sup> - e acompanhamento sistemático do indicador supracitado, objetivando demonstrar aos agentes do mercado o comprometimento com a criação de valor econômico;
6. explicitação clara, para os agentes de mercado, de grandes transações envolvendo mais de uma empresa abrangida sob a companhia aberta, demonstrando que não há *tunneling*;
7. instituição periódica de *grupos de foco* compostos por acionistas minoritários excluídos do controle, visando ouvir seus pontos de vista;
8. outras práticas relevantes que demonstrem a boa intenção do acionista controlador.

Ressalta-se que as diversas entidades do mercado de capitais poderão desenvolver estudo específico objetivando discutir e melhor qualificar os *fatores delimitantes* relacionados nas figuras 18 e 19, os quais poderão dar origem a planos de ações de interesse dos acionistas minoritários excluídos do controle.

O segundo desdobramento prático factível é que dirigentes de companhias abertas podem avaliar seus respectivos SDE's, com base em conjuntos de práticas de governança corporativa similares, aprimorados e/ou ampliados em relação ao conjunto de 60 práticas exposto no APÊNDICE B (segunda parte), o qual leva em consideração os cinco vértices da *estrela de Galbraith* (1995), estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas.

---

<sup>83</sup> Diferença entre o retorno sobre o capital investido alcançado por meio das operações da firma e o retorno mínimo esperado pelo investidor.



Acionistas majoritários podem repensar a forma de condução de AG's, objetivando melhor considerar as contribuições dos investidores minoritários e reverter expectativas negativas desses investidores quanto às possibilidades de sua participação nesses eventos, o que constitui o terceiro desdobramento factível.

O quarto é que acionistas majoritários podem possibilitar o acesso dos acionistas minoritários às AG's e aos conselhos de administração, independentemente das regras legais vigentes. Ressalta-se que a *internet* apresenta-se como um instrumento que pode facilitar a convocação e a disponibilização de informações *ex ante* e *ex post*. A votação via *internet* é, ainda, uma possibilidade a ser considerada pelos legisladores e regulamentadores.

O quinto desdobramento prático factível é que acionistas majoritários podem ampliar o desempenho dos conselhos de administração, de forma que os trabalhos dos conselhos atendam aos interesses de todos os acionistas, operando com base no consenso e sem que isso implique a introdução de riscos desnecessários à condução dos negócios organizacionais, que possam resultar no aumento do custo de capital da companhia.

Os conselhos de administração também podem ter o seu desempenho ampliado a partir de uma maior conscientização dos conselheiros quanto a aspectos como: 1. necessidade de trabalho em *forum* na construção do plano estratégico; 2. foco em resultados; 3. foco em estratégias de longo prazo, em detrimento de *modismos*; 4. uso de critérios técnicos de decisão; 5. conscientização quanto ao poder concedido pela *Lei das SA's* e quanto à natureza da companhia aberta, a qual tem acionistas que devem ser rentabilizados e informados; 6. competência técnica e capacidade de agregar valor; 7. disponibilidade de tempo para a companhia; 8. proatividade (*conhecer antes de decidir*); 9. personalidade para defender pontos de vista razoáveis, sem se intimidar perante pares famosos; 10. profissionalização. Este constitui o sexto desdobramento prático factível.

O sétimo é que famílias controladoras podem ampliar sua conscientização quanto às pressões crescentes, egressas dos mercados de capitais externos e interno, e envidar esforços consistentes no sentido de mudanças, ainda antes da chegada da *terceira geração* ao poder, atuando, portanto, de forma proativa.

*Grupos de controle* podem firmar *acordos de acionistas* contemplando, de uma forma mais abrangente, disposições de interesse dos acionistas minoritários excluídos do controle. Tais *acordos* seriam disponibilizados para o mercado, e poderiam, eventualmente, ser vistos de forma positiva pelos agentes de mercado, o que consiste no oitavo desdobramento factível.

O nono é que as áreas de RI podem servir melhor às companhias e aos seus acionistas, à medida que operarem como *canal de mão-dupla* entre os dirigentes e os investidores; ademais, áreas de RI podem ser usadas como instrumentos de redução do custo de capital das companhias, de modo a valorizar o patrimônio de todos os acionistas, majoritários e minoritários.

O décimo desdobramento prático factível é que o *ativismo* dos investidores, principalmente dos *investidores institucionais*, em AG's e em reuniões com a APIMEC, a ANIMEC e outras, pode contribuir para que as companhias melhorem suas práticas de governança corporativa e adiram a níveis de governança corporativa mais elevados.

Companhias podem contar, a critério de acionistas controladores, com *conselheiros efetivamente independentes* em seus conselhos de administração, em detrimento da participação figurativa de conselheiros *pseudo-independentes*<sup>84</sup>, o que vem a ser o décimo primeiro desdobramento factível. A apresentação de uma *lista triplíce* aos investidores para a escolha de conselheiros independentes é uma alternativa que se apresenta (sugerida pelo vice-presidente da ANIMEC)

O décimo segundo é que as companhias podem adotar *códigos de governança corporativa*, atrelados a dispositivos compensatórios e punitivos, e estabelecer o exercício da presidência do conselho e da presidência executiva por pessoas distintas; isso seria visto positivamente por investidores,

O décimo terceiro desdobramento prático factível é que as companhias podem melhorar a proteção de seus SDE's, sem necessariamente *blindá-los*, considerando como principal mecanismo o *plano de negócio*, cujas modificações mais profundas seriam fundamentadas, especialmente no caso de mudanças de comando da organização. Ademais, outros mecanismos de proteção poderiam ser estabelecidos, como o foco na criação de valor econômico para os acionistas, com responsabilidade.

As companhias podem melhorar sua transparência (*disclosure*), através de práticas como: 1. o estudo de *grupos de foco* de acionistas; 2. a substituição de relatórios trimestrais por jornais trimestrais; 3. a criação de uma *Sala do Acionista*<sup>85</sup>; 4. o uso da *internet* na divulgação *ex ante* e *ex post* de eventos (AG's, reuniões do conselho de administração e reuniões com investidores); 5. a melhoria da disponibilização de informações sobre como são tomadas as decisões estratégicas, em relatórios já existentes ou em publicações específicas, com o propósito

---

<sup>84</sup> Expressão quer emergiu da entrevista com um dos executivos de organizações de mercado – o vice-presidente da ANIMEC.

<sup>85</sup> A qual poderia ser, opcionalmente, virtual.

de melhorar a percepção do mercado sobre a governança corporativa e reduzir o custo de capital, o que seria o décimo quarto desdobramento factível.

O décimo quinto é que governantes, legisladores e profissionais da CVM podem atentar quanto às considerações dos entrevistados relativamente à legislação, regulamentação e democratização do mercado de capitais. No que tange à legislação e à regulamentação, a percepção é que, apesar de *lacunas* na *Lei das SA's* e das dificuldades de cumprimento de leis e regulamentos (*enforcement*), tanto a legislação quanto a regulamentação têm instrumentos importantes, os quais facultarão certa proteção aos acionistas minoritários (a exemplo do conselho fiscal, no caso da *Lei das SA's*), se considerados de forma profissional.

No que se refere especificamente à regulamentação, enfatiza-se o trabalho desenvolvido pela CVM, entidade que tem atuado de forma a fiscalizar as práticas de mercado e a cobrir lacunas legais, mesmo com as dificuldades operacionais inerentes à sua atuação. A importância da CVM emerge como fator de relevo para o mercado de capitais e para a boa governança corporativa das companhias abertas.

Adicionalmente - reconhecendo o caráter de constructo do tema governança corporativa -, a percepção é que *é fundamental que a CVM estabeleça, como entidade reguladora do mercado de capitais nacional, um conceito de governança corporativa mais abrangente, que contemple: 1. os aspectos mais amplos de governos corporativos e de companhias governadas; 2. as grandes funções de governança corporativa (parte das quais está representada nas figuras 21 e 22); 3. um conjunto de práticas de governança corporativa associadas às funções em questão.*

O entendimento de que a CVM *é a entidade que deve estabelecer o conceito e a tônica da governança corporativa das companhias abertas nacionais, contando com a participação das entidades de mercado nesse processo* (e o regulador tem demonstrado abertura a essa participação). O trabalho dessas entidades tem sido consistente na disseminação da idéia de que as companhias devem ser *bem governadas* e adotar *boas práticas de governança*, de modo a proteger os interesses das partes interessadas nos resultados organizacionais.

O décimo sexto desdobramento prático factível é que governantes e legisladores devem estar alertas quanto aos aspectos que aqui emergiram quanto à democratização do mercado, destacando a necessidade de crescimento da economia do Brasil, a valorização do mercado de capitais (*compromisso de campanha* do PT em 2002), bem como a possibilidade de privatizações democráticas, que permitam que amplas faixas da população sejam proprietárias de companhias abertas e acessem os eventuais benefícios financeiros gerados pelas mesmas, além, obviamente, de compartilharem seus riscos.

A proposta de arquitetura organizacional representada nas figuras 20, 21 e 22, contemplando as *grandes funções* da governança corporativa, que pode ser útil em estudos acadêmicos ou não, à prática das organizações, às *agências de rating* (observando que o *rating* poderia ser elaborado, preliminarmente, para *consumo interno*), aos gestores de portfólio e analistas do mercado de capitais e à CVM, é o que constitui o décimo sétimo desdobramento factível.

O décimo oitavo desdobramento é que a proposta em questão também pode ser útil à elaboração de *códigos de melhores práticas de governança corporativa*, os quais podem ser organizados segundo os *sistemas* de governança identificados nas figuras 20, 21 e 22, o que mitigaria o risco de não serem contemplados todos os *sistemas*. Adicionalmente, uma forma de compreender a *Lei das SA's* seria considerando os *sistemas* em questão; os artigos da *Lei* poderiam ser enquadrados ou classificados consoante os diversos *sistemas de governança corporativa*.

Aos 18 desdobramentos listados nas presentes considerações finais, adicionam-se as possibilidades das sugestões e idéias de entrevistados que emergiram ao longo das entrevistas, e que independentemente de sua viabilidade, podem ensejar discussões interessantes, tais como: 1. cobrança dos cotistas quanto à presença dos fundos de investimentos nas AG's; 2. votação nas AG's via *internet*; 3. aprovação do balanço por acionistas minoritários; 4. *site* de RI amigável; 5. incentivo a *políticas de dividendos* atrativas para a população; 6. criação de tribunais especiais para julgar matérias do mercado de capitais; 7. propaganda sobre o mercado de capitais na televisão; 8. manutenção da presidência executiva e das diretorias nas empresas estatais quando houver mudanças de governo.

A pesquisa desenvolvida para fins da presente dissertação de mestrado apresenta quatro limitações mais relevantes, as quais é *mister* explicitar. A primeira limitação é que nem todos os tipos de entrevistados factíveis foram contemplados. Outras modalidades não incluídas no estudo existem, como os presidentes e diretores (exceto os diretores de RI e de controladoria aqui entrevistados) das companhias, os membros de comitês do conselho, os grandes acionistas individuais, os analistas do mercado de capitais, os auditores independentes, os legisladores e os regulamentadores.

A segunda limitação identificada é que as categorias públicos corporativos (*insiders*) e executivos de organizações de mercado tiveram, em determinadas questões, dois respondentes, cumprindo destacar: 1. a dificuldade encontrada durante a contactação de potenciais entrevistados em âmbito organizacional, mesmo com a garantia da confidencialidade oferecida, já que a dissertação *evoca a questão dos acionistas minoritários*,

percebida como *polêmica* (portanto, a contribuição dos entrevistados corporativos da presente dissertação deve ser enaltecida); 2. a necessidade de focar, com alguns entrevistados, questões ligadas ao problema de pesquisa, em função de suas agendas de trabalho no período do ano de 2003 em que ocorreram as entrevistas - caso dos diretores de RI e de controladoria do BANCO ITAÚ e das executivas do IBGC e da BOVESPA.

A terceira limitação a ser citada é que o conselho fiscal não foi contemplado, mas constitui *canal* importante de acesso e influência de minoritários sobre o SDE. Segundo o vice-presidente da ANIMEC (Sr. Gregório Mancebo Rodriguez), o conselho fiscal é ainda mais importante do que o conselho de administração para os acionistas minoritários excluídos do controle e é um instrumento imprescindível de suporte ao presidente executivo, na defesa de pontos de vista de interesse da companhia e dos seus acionistas.

A estratégia não foi aprofundada, mas, sendo um assunto associado no referencial teórico (POUND, 1995) e por diversos entrevistados como sendo da esfera da governança corporativa, poderá ser desenvolvida em estudos que associem os dois temas. O *não aprofundamento* das diversas questões relativas à estratégia é o que se considera como a quarta limitação da pesquisa.

Finalizando, as seguintes questões constituem potenciais problemas de pesquisa:

1. quais são as alternativas para ampliar a influência dos acionistas minoritários excluídos do controle nas AG's no Brasil?
2. Quais são as alternativas para ampliar a influência dos acionistas minoritários excluídos do controle nos conselhos de administração no Brasil?
3. Quais são as alternativas para tornar a área de RI mais efetiva enquanto *locus* de conhecimento das expectativas dos acionistas minoritários excluídos do controle, bem como de transmissão desse conhecimento à *cúpula* da organização? Como tornar essa área um instrumento efetivo de redução do custo de capital das companhias?
4. Quais são as alternativas para tornar as reuniões das companhias com ações em *bolsa de valores* com os analistas e profissionais de investimento do mercado de capitais mais efetivas, de modo que os *fundamentos* dessas companhias sejam melhor conhecidos (resultante de reflexões de um dos gestores de portfólio, o gestor 1)?
5. Quais critérios as *agências de rating* devem considerar para a avaliação de companhias abertas, objetivando uma avaliação efetivamente profunda da arquitetura dos diversos *sistemas de governança corporativa* e que reflitam as necessidades dos investidores?
6. Como o conselho fiscal influencia, efetivamente, no SDE? Qual a melhor forma de condução dos trabalhos do conselho fiscal?

7. Quais são as alternativas para mitigar a *assimetria informacional* que existe entre as companhias abertas e os agentes do mercado de capitais nacional, no que concerne à arquitetura do SDE e a outras questões de interesse?
8. Como os acionistas controladores podem atuar, objetivando promover a profissionalização da companhia, com e sem a presença da família no *governo corporativo* (nesse sentido, o BANCO ITAÚ *HOLDING FINANCEIRA S/A* constitui uma perspectiva instigante)?
9. Estando a produtividade correlacionada com a criação de valor para os acionistas (COPELAND et al., 2000), seria relevante se o mercado de capitais monitorasse indicadores de produtividade e de satisfação de empregados de companhias abertas?
10. Como os diversos atores corporativos e do mercado de capitais conceituam e relacionam governança corporativa e estratégia? Tais conceituações estão mais identificadas a quais vertentes teóricas relativas aos temas citados?
11. Quais modelos e visões descrevem a *governança corporativa* das organizações não caracterizadas como hierarquias privadas (governamentais, associações, agências reguladoras, organizações fiduciárias e outras formas organizacionais)<sup>86</sup>?
12. Como transpor o conceito de governança corporativa às organizações de menor porte? Deve-se cunhar outra expressão para popularizar a forma de governo dessas organizações (resultante de reflexões do vice-presidente da ANIMEC ao final de sua entrevista)?

As respostas às questões anteriores, as quais não esgotam as necessidades de esclarecimento do tema complexo, abrangente e multidisciplinar que é governança corporativa, constituirão avanços significativos ao *estado da arte* do tema, especialmente em um país caracterizado por uma cultura que ainda rejeita, em grande medida, a possibilidade do compartilhamento de poder e a transparência, e que, ao mesmo tempo, necessita de um mercado de capitais robusto, que contribua efetivamente para o crescimento nacional.

Finalizando, com a publicação desta dissertação de mestrado, a autora disponibiliza à sociedade a síntese de um conjunto de pontos de vista que emergiram das 24 entrevistas realizadas. Espera-se que o estudo contribua para melhor compreensão de relevantes questões do escopo da governança corporativa das organizações, especialmente daquelas com ações em *bolsa de valores* e, ainda, que produza desdobramentos teóricos e práticos, em prol da adoção de melhores formas de governo corporativo pelas companhias nacionais.

---

<sup>86</sup> Observa-se no setor elétrico o uso da palavra *governança* para qualificar o *equivalente* da governança corporativa de organizações não orientadas para fins lucrativos. Talvez a palavra em questão seja uma possibilidade a ser considerada para aplicação a organizações de menor porte.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ÁLVARES, Elismar. Diferenciação família/propriedade/empresa – base de sustentação da empresa familiar. Coletânea denominada *Governando a Empresa Familiar*, organizada por Elismar Álvares. Rio de Janeiro: Qualitymarket Editora Ltda., 2003.

ANIMEC. *Como os acionistas não controladores (minoritários) olham as empresas que agregam valor ao ativo ação*. Disponível em: <[www.animec.com.br](http://www.animec.com.br), 2003> Acesso em 10 dez. 2003.

BANCO ITAÚ *HOLDING FINANCEIRA S/A. Relatório Anual de Administração*. Versões 2001 e 2002.

BANCO ITAÚ *HOLDING FINANCEIRA S/A. Relatório* distribuído aos profissionais de investimentos associados da APIMEC-MG, na data de apresentação dos resultados da companhia. Belo Horizonte, 06/11/03.

BERLE, Adolf Jr; MEANS, Gardiner. *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan publishing company, 1932.

BERNARDES, Patrícia. *Incertezas na decisão estratégica de investimento na geração de energia*. 2003. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG. Belo Horizonte.

BOVESPA. *Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de governança corporativa*. Disponível em: <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)> Acesso em 10 dez. 2003.

BRASIL. Lei 6.404, 15/12/76. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)> Acesso em 30 jun. 2003.

BRASIL. Lei 10.053, 31/10/01. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)> Acesso em 30 jun. 2003.

CARLSSON, Rolf H. *Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy*. New York: John Wiley and sons, Ltd., 2001.

CARVALHO, Antônio Gledson de. *Efeitos da migração para os níveis de governança corporativa da BOVESPA*. Estudo elaborado para a BOVESPA. São Paulo: versão jan. 2003 (mimeo).

CASTRO, José Márcio de. Notas de aula. 2002. Dissertação (Mestrado profissional em Administração) – PUC Minas/Fundação Dom Cabral. Belo Horizonte.

CHESNAIS, François. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.

CLAESSENS, Stijn et al. *Expropriation of minority shareholders in East Asia*. Draft: World Bank, december 9, 1999.

CLARKSON, Max B. E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate performance. *Academy of Management Review*. Mississippi State, v. 20, p. 92-117, January, 1995.

COASE, Ronald. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, p. 386-405, 1937.

COPELAND et al. *Valuation – measuring and managing the value of companies*. John Willey and sons, Ltd, 2000.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. Belo Horizonte: Editora Del Rey, 2003.

CVM. *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Disponível em: <[www.cvm.org.br](http://www.cvm.org.br)> Acesso em 30 jun. 2003.

DAVIS, John. Uma radiografia da relação empresa + família + propriedade. São Paulo: *Revista HSM Management*, n. 41, p. 96-102, out.-dez., 2003.

DELOITTE. *Leis das S/A – comparação*. Comparação realizada pela consultoria sobre o status das principais leis que regem as SA's, antes e após a reforma das mesmas, realizada em 2001. São Paulo: 2002.



DE VRIES, Manfred Kets. Desafios e riscos ao se dirigir uma empresa familiar. Coletânea denominada *Governando a Empresa Familiar*, organizada por Elismar Álvares. Rio de Janeiro: Qualitymarket Editora Ltda., 2003.

DUBIN, R. Theory Development. New York: Free Press, 1978.

GALBRAITH, J. R. *Designing organizations – an executive briefing on strategy, structure and process*. San Francisco: Joney Bass, 1995.

GERSICK, Kelin E. et al. Como gerenciar as transições. São Paulo: *Revista HSM Management*, n. 41, p. 104-111, out.-dez., 2003.

GERSICK, Kelin E. et al. *De geração para geração: ciclos de vida das empresas familiares*. Harvard Business Review Press. São Paulo: Negócio Editora, 1997.

GORGA, Erica. *Does culture matter for corporate governance? A case study of Brazil*. Disponível em: <ssrn.com> Acesso em 01 dez. 2003.

GRINBLATT, Mark, TITMAN, Sheridan. *Financial markets and corporate strategy*. New York: Irving/Mc Graw-Hill, 1998.

HAWLEY, James P.; WILLIAMS, Andrew P. *The rise of fiduciary capitalism – how institutional investors can make corporate America more democratic*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2000.

HOLLINGSWORTH, J. Rogers, BOYER, Robert. *Contemporary capitalism – the embeddedness of institutions*. Cambridge: Cambridge University Press, 1997.

IBGC. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. Disponível em <www.ibgc.org.br.> Acesso em 30 jun. 2003.

IBGC. *Definição de governança corporativa*. Disponível em: <www.ibgc.org.br.> Acesso em 30 jun. 2003.

IBGC; BOOZ ALLEN. *Panorama atual da governança corporativa no Brasil*. Resultados da pesquisa realizada pelas duas entidades, apresentados no 4º. Congresso Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: 2003.

IBGC et al. *Panorama de governança corporativa no Brasil*. Disponível em: <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)> Acesso em 30 out. 2002.

JENSEN, Michael C. *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*. Disponível em: <[ssrn.com](http://ssrn.com)> Acesso em 31 out. 2003.

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

KAPLAN, Robert, Norton, David P. *The balanced scorecard*. Boston: Harvard Business School Press, 1996.

KUBITSCHKE, Jucelino. *Entrevista concedida a executivos do Banco Denasa*. Janeiro de 1971. Disponível em: <[www.apimecmg.com.br](http://www.apimecmg.com.br)> Acesso em 30 abr. 2004.

LANCK, Alden G. Governança na empresa familiar. Coletânea denominada *Governando a Empresa Familiar*, organizada por Elismar Álvares. Rio de Janeiro: Qualitymarket Editora Ltda., 2003b.

LANCK, Alden G. Sucessão na gestão: desafio-chave para a empresa familiar. Coletânea denominada *Governando a Empresa Familiar*, organizada por Elismar Álvares. Rio de Janeiro: Qualitymarket Editora Ltda., 2003a.

LA PORTA et al. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, Cambridge, MA, v. 57, p. 471-517, 1999c.

LA PORTA et al. Investor protection and corporate governance. *Journal of Finance*, Cambridge, MA, v. 58, p. 3-27, 2000b.

LEAL, Ricardo P. C. Casos internacionais. Seminário sobre governança corporativa, realizado pelo Coppead, UFRJ, Rio de Janeiro. Coletânea denominada *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*, coordenada por Ricardo Leal. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.

LEAL, Ricardo P. C., VALADARES, Sílvia Mourthé. *Ownership and control structure of brazilian companies*. Disponível em: <ssrn.com> Acesso em 26 mar. 2003.

MAHONEY, Bill. Apresentando o novo ... *chief governance officer*. São Paulo: *RI – Relações com Investidores*, IBRI, n. 61, março, 2003.

MATTAR, Fauze Najib. *Pesquisa de marketing*. Edição compacta. São Paulo: Atlas, 1996.

MONACO, Douglas Cláudio. *Estudo da Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle nas Sociedades por Ação do Brasil*. 2000. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP.

NORTH, Douglass C. *Institutions, institutional change and economic performance – political economy of institutions and decisions*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

OECD. *Principles of corporate governance*. Paris: OECD, 1999.

PORTER, Michael E. Capital disadvantage: America's falling capital investment system. Boston: *Harvard Business Review*, n. 46, p. 65-72, september-october, 1992.

POUND, John. *Beyond takeovers: politics comes to corporate governance control*. Boston: *Harvard Business Review*, n. 43, p. 83-93, march-april, 1992.

POUND, John. *The promise of the governed corporation*. Boston: *Harvard Business Review*, n. 61, p. 89-98, march-april, 1995.

PROCIANOY, Jairo. Conflitos de interesse investidor/controlador. Seminário sobre governança corporativa, realizado pelo Coppead, UFRJ, Rio de Janeiro. Coletânea

denominada *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*, coordenada por Ricardo Leal. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.

ROCCA, Carlos Antônio. *Plano Diretor do Mercado de Capitais 2002*. Estudos IBMEC 2. Rio de Janeiro: José Olympio, 2002.

ROUSSEAU, Denise M. *Psychological contracts in organizations: understanding written and unwritten agreements*. Thousand Oaks, California: Sage Publications, Inc, 1995.

SAMARA, Beatriz Santos; BARROS, José Carlos de. *Pesquisa de marketing: conceitos e metodologia*. São Paulo: Makron Books, 1997.

SARBANES-OXLEY ACT. 30/07/2002, USA.

SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A Survey on corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, june, 1997.

SELLTIZ, C. et al.. *Métodos de pesquisa nas relações sociais*. São Paulo: Herder, 1965.

SIFFERT FILHO, Nelson. Conflitos de interesse investidor/controlador. Seminário sobre governança corporativa, realizado pelo Coppead, UFRJ, Rio de Janeiro. Coletânea denominada *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*, coordenada por Ricardo Leal. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa, desempenho e valor da firma no Brasil*. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP.

TORRES, Ciro. *Responsabilidade social das firmas (RSE) e balanço social no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2001.

TREVISAN, Antoninho Marmo et al. *O Mercado de capitais como instrumento do desenvolvimento econômico*. Documento de consenso firmado Apelo grupo de trabalho composto por representantes da candidatura Lula da Silva e representantes da BOVESPA e

demais entidades subscritoras do *Plano Diretor do Mercado de Capitais 2002*. 8 de outubro de 2002.

TURNBULL, Shann. *Corporate governance: its scope, concerns and theories*. Blackwell Publishers, Oxford, v. 5, n. 4, 1997.

VALADARES, Sílvia Mourthé. *Três ensaios sobre o mercado por controle corporativo no Brasil*. 1998. Tese (Doutorado em Economia). Departamento de Economia da PUC do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro.

WHETTEN, David A. O quê constitui uma contribuição teórica? São Paulo: *RAE - Revista de Administração de Empresas*, v. 43, n. 3, p. 69-73; jul-set, 2003.

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

WILLIAMSON, Oliver. *The mechanisms of governance*. Oxford: Oxford University Press, 1996.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo, ALMEIDA PRADO, José Estevam de. Governança e o valor das empresas: o respeito dos acionistas é um dever moral das companhias que captam recursos do público. São Paulo: *Revista BOVESPA*, n. 88, p. 42-43, out.-dez., 2003.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Mesma firma, práticas distintas. São Paulo: *Revista Mercado de Capitais*, ABAMEC-SP, n. 91, out.-dez., 2002.

YIN, Robert K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. São Paulo: Bookman, 2001.

## APÊNDICES

APÊNDICE A  
BLOCOS DE QUESTÕES DE PESQUISA

BLOCOS DE QUESTÕES	
1)	<p><b>QUAL É A PERSPECTIVA DOS PÚBLICOS CORPORATIVOS SOBRE OS SEGUINTE ASPECTOS:</b></p> <p>a) Modelo de governança corporativo predominante na companhia?</p> <p>b) Implantação de um conjunto de 60 práticas de governança corporativa orientadas para o SDE da companhia, considerando-se, para cada prática:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> <i>Status</i> da implantação?</li> <li><input type="checkbox"/> Instrumento que estabelece a prática (de <i>compliance</i>)?</li> <li><input type="checkbox"/> Autoria (mais provável) da proposta da prática?</li> </ul> <p>c) Pontos fortes no SDE, quando se considera a atenção que a companhia dispensa aos seus acionistas minoritários? Pontos a aprimorar?</p>
2)	<p><b>QUAL É A PERSPECTIVA DOS GESTORES DE PORTFÓLIO SOBRE OS SEGUINTE ASPECTOS:</b></p> <p>a) Dinâmica de operação dos <i>investidores institucionais</i> (fundos de pensão, seguradoras, fundos e clubes de investimento) no Brasil atual?</p> <p>b) Tendências de comportamento desses <i>investidores</i> no mercado de capitais nacional?</p>
3)	<p><b>QUAL É A PERSPECTIVA DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS INDIVIDUAIS SOBRE OS SEGUINTE ASPECTOS:</b></p> <p>a) Motivação para investir em ações?</p> <p>b) Forma de realização de investimentos (corretora / <i>home broker</i> / outra)?</p> <p>c) Mecanismos usados para decisões de compra e venda de ações (análise gráfica / análise fundamentalista / informações disponibilizadas na mídia sobre companhias abertas / sugestões de especialistas / outro)?</p> <p>d) Prazo típico de realização de investimentos em ações (curto / longo prazo), associado ao <i>apetite</i><sup>87</sup> por dividendos?</p> <p>e) Perfil do acionista (conservador / arrojado / moderado)?</p>

Figura 1 – Questões básicas específicas por categoria (continua)

<sup>87</sup> A palavra *apetite* é comumente empregada nos mercados financeiros e de capitais para designar o desejo de um investidor com relação a determinado objetivo ou rendimento do seu capital.

## BLOCOS DE QUESTÕES

- 4) QUAL É A PERSPECTIVA DA ESPECIALISTA EM DIREITO SOCIETÁRIO ENTREVISTADA SOBRE OS SEGUINTE ASPECTOS:**
- a) *Lei das SA's* (6.404, 15/12/76), incluindo suas revisões, no que concerne à proteção dos interesses dos acionistas minoritários - em especial quando se trata da tomada de decisões estratégicas pela *cúpula* das companhias?
  - b) *Câmaras de arbitragem*?
  - c) Atuação dos especialistas em direito societário objetivando ampliar a influência de acionistas minoritários excluídos do controle no SDE das companhias abertas, quando se consideram:
    - acionistas minoritários especiais, com maior participação acionária, não signatários de *acordos de acionistas* (minorias qualificadas)?
    - acionistas minoritários pulverizados pelo mercado de capitais?
  - d) Problemas com os quais os especialistas em direito societário têm se defrontado, relativos ao relacionamento *acionista majoritário-acionistas minoritários*?
  - e) Evolução da adoção das práticas de governança corporativa por companhias abertas no Brasil – em especial no que concerne ao atendimento dos interesses de acionistas minoritários?
- 5) QUAL É A PERSPECTIVA DOS EXECUTIVOS ENTREVISTADOS DA ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC E BOVESPA SOBRE OS SEGUINTE ASPECTOS<sup>88</sup>:**
- a) Atuação da entidade no sentido de ampliar a influência de acionistas minoritários excluídos do controle no SDE de companhias abertas?
  - b) Maiores problemas com os quais a entidade tem se defrontado relativamente ao relacionamento *acionista majoritário-acionistas minoritários* e soluções empregadas?
  - c) Evolução das adoção de boas práticas de governança corporativa por companhias abertas nacionais – em especial no que concerne ao atendimento dos interesses dos acionistas minoritários?

Figura 1 – Questões básicas específicas por categoria (conclusão)

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

<sup>88</sup> Apesar da similaridade, as três questões específicas endereçadas aos executivos das organizações de mercado e as três últimas questões específicas endereçadas à especialista em direito societário não são consideradas como comuns, tendo em vista que as primeiras citadas se referem a organizações formais.



BLOCOS DE QUESTÕES	CATEGORIA -ALVO
<p>6) <b>QUAL É A PERSPECTIVA DOS ENTREVISTADOS SOBRE AS INSTÂNCIAS FORMAIS:</b></p> <p>a) AG?</p> <p>b) Conselho de administração:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Dinâmica de funcionamento e acompanhamento do que ocorre em reuniões?</li> <li><input type="checkbox"/> Medidas que as companhias abertas podem tomar para conferir mais conforto aos acionistas minoritários quanto à atuação do conselho de administração?</li> <li><input type="checkbox"/> Formas como os conselheiros podem tomar melhores decisões estratégicas, que beneficiem os interesses de todos os acionistas?</li> <li><input type="checkbox"/> Possibilidades de influência dos seguintes atores: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Conselheiros representantes do acionista majoritário?</li> <li>▪ Conselheiros representantes de acionistas minoritários excluídos do controle?</li> <li>▪ Conselheiros independentes?</li> </ul> </li> </ul> <p>c) Área de RI?</p>	<p>Públicos corporativos, gestores de portfólio, acionistas minoritários individuais, especialista em direito societário e executivos da ANIMEC e APIMEC-MG</p> <p>Idem</p> <p>(No caso dos públicos corporativos, a formulação considera as chances de implantação de um conjunto de 60 práticas de governança corporativa, <i>a partir de sua proposta</i> pelos conselheiros em questão. Nos demais casos, a formulação é direta, em relação ao SDE</p> <p>Idem</p>

Figura 2 – Questões básicas comuns às categorias (continua)

BLOCOS DE QUESTÕES	CATEGORIA-ALVO
<p><b>7) QUAL É A PERSPECTIVA DOS ENTREVISTADOS SOBRE DIMENSÕES RELEVANTES DO SDE:</b></p> <p>a) No que concerne à importância de sua</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Estratégia (a mesma da corporação);</li> <li><input type="checkbox"/> Estrutura;</li> <li><input type="checkbox"/> Processos;</li> <li><input type="checkbox"/> Pessoas e</li> <li><input type="checkbox"/> Recompensas de decisores?</li> </ul> <p>b) No que concerne ao interesse demonstrado pelos entrevistados sobre as cinco dimensões supracitadas?</p> <p><b>8) QUAL É A PERSPECTIVA DOS ENTREVISTADOS SOBRE A ADOÇÃO DAS SEGUINTE PRÁTICAS:</b></p> <p>a) <i>Código de governança corporativa?</i></p> <p>b) <i>Blindagem do SDE?</i></p> <p>c) <i>Agenda de consenso formal</i> entre todos os conselheiros?</p> <p>d) Exercício das funções da presidência do conselho de administração e presidência executiva por pessoas distintas?</p> <p>e) <i>Rating</i> de governança corporativa?</p>	<p>Públicos corporativos, gestores de portfólio, acionistas minoritários individuais, especialista em direito societário e executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA (No caso dos públicos corporativos, a formulação considera um conjunto de 60 práticas de governança corporativa, que cobre os cinco vértices em questão, e sua contribuição para a melhoria do SDE, e para atendimento aos interesses de todos os acionistas. Nos demais casos, a formulação é direta, em relação aos cinco vértices)</p> <p>Idem (No caso dos públicos corporativos, a formulação considera o conjunto de 60 práticas de governança corporativa supracitado e o interesse demonstrado por acionistas minoritários pelas práticas em questão, através de manifestações junto à área de RI. Nos demais casos, a formulação é direta, em relação aos cinco vértices)</p> <p>Públicos corporativos, gestores de portfólio, acionistas minoritários individuais, especialista em direito societário e executivos da ANIMEC e APIMEC-MG</p>

Figura 2 – Questões básicas comuns às categorias (continua)

BLOCOS DE QUESTÕES	CATEGORIA -ALVO
<p><b>9) QUAL É A PERSPECTIVA DOS ENTREVISTADOS SOBRE TRANSPARÊNCIA INFORMACIONAL:</b></p> <p>a) No que concerne à disponibilização de informações pelas companhias abertas, relativamente às formas como são tomadas as decisões estratégicas?</p> <p>b) No que concerne à compatibilização entre <i>transparência informacional</i> e a <i>proteção de informações consideradas estratégicas</i> pela companhia?</p> <p>c) No que concerne à implantação de um conjunto 60 práticas de governança corporativa orientadas para o SDE por nove companhias abertas bem conceituadas no mercado de capitais nacional (de três setores distintos)?</p> <p>d) No que concerne ao conhecimento que o mercado deveria ter quanto à implantação de um conjunto de 60 práticas de governança corporativa (as mesmas supracitadas) pelas companhias, orientadas para a arquitetura do SDE?</p>	<p>Públicos corporativos, gestores de portfólio, acionistas minoritários individuais, especialista em direito societário e executivos da ANIMEC e APIMEC-MG</p> <p>Idem</p> <p>Gestores de portfólio e acionistas minoritários individuais</p> <p>Gestores de portfólio, acionistas minoritários individuais e especialista em direito societário</p>
<p><b>10) QUAL É A PERSPECTIVA DOS ENTREVISTADOS SOBRE OS ACORDOS DE ACIONISTAS:</b></p> <p>a) No que concerne às suas vantagens e desvantagens?</p> <p>b) No que concerne à possibilidade de inclusão de um conjunto de 60 práticas de governança corporativa (as mesmas supracitadas), orientadas para o SDE das companhias?</p>	<p>Públicos corporativos e especialista em direito societário</p>
<p><b>11) QUAL É A PERSPECTIVA DOS ENTREVISTADOS SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS NACIONAL:</b></p> <p>a) No que concerne à legislação e regulamentação?</p> <p>b) No que concerne à democratização?</p>	<p>Públicos corporativos, gestores de portfólio, acionistas minoritários individuais, especialista em direito societário e executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, IBGC e BOVESPA</p>

Figura 2 – Questões básicas comuns às categorias (conclusão)

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

APÊNDICE B  
QUESTIONÁRIO PARA OS PÚBLICOS CORPORATIVOS (Q1)

PRIMEIRA PARTE: QUESTÃO FECHADA

Para os Blocos I a IV abaixo, pedimos ordenar as quatro afirmativas de acordo com a importância para a sua companhia, segundo a sua percepção.

BLOCO I	<p>1 É preciso maximizar o valor econômico da companhia</p> <p>2 É preciso valorizar empregados, clientes e fornecedores</p> <p>3 É preciso perseguir os objetivos da organização via movimentos adequados em relação ao contexto institucional ou <i>regras do jogo</i> vigentes na economia e no setor</p> <p>4 É preciso estabelecer um conselho de administração, uma diretoria e comitês de apoio (comitês do conselho) competentes e eficazes</p> <p style="text-align: center;"><b>X-X-X-X</b></p> <p>(financeiro, <i>stakeholders</i>, político, procuradoria)</p>	BLOCO II	<p>1 É preciso selecionar os melhores profissionais do mercado para compor o conselho de administração, a diretoria e comitês de apoio (comitês do conselho)</p> <p>2 É preciso monitorar acuradamente o posicionamento da companhia em seu setor</p> <p>3 É preciso estabelecer medições de desempenho baseadas na criação de valor econômico</p> <p>4 É preciso estabelecer medições de desempenho baseadas na criação de benefícios para acionistas, empregados, clientes e fornecedores</p> <p style="text-align: center;"><b>X-X-X-X</b></p> <p>(procuradoria, político, financeiro, <i>stakeholders</i>)</p>
BLOCO III	<p>1 É preciso manter um canal de relacionamento aberto com organizações do Governo, agências reguladoras e entidades representativas de classe, objetivando defender os interesses da companhia</p> <p>2 É preciso manter um canal de relacionamento aberto com os investidores em ações da empresa</p> <p>3 É preciso manter um canal aberto com acionistas, empregados, clientes e fornecedores</p> <p>4 É preciso manter uma boa comunicação conselho-diretoria-comitês, que permita identificar falhas e melhorias</p> <p style="text-align: center;"><b>X-X-X-X</b></p> <p>(político, financeiro, <i>stakeholders</i>, procuradoria)</p>	BLOCO IV	<p>1 É preciso compensar os acionistas da companhia de uma forma justa</p> <p>2 É preciso compensar conselheiros, diretores e comitês de apoio pelas boas decisões tomadas</p> <p>3 É preciso compensar os formuladores de políticas corporativas que contribuem por melhores resultados da companhia em seu setor de atuação</p> <p>4 É preciso compensar empregados, clientes e fornecedores por bons resultados alcançados</p> <p style="text-align: center;"><b>X-X-X-X</b></p> <p>(financeiro, procuradoria, político, <i>stakeholders</i>)</p>

A presente questão foi específica para a categoria públicos corporativos. Os modelos indicados na seqüência das afirmativas – correspondentes às mesmas, foram omitidos dos respondentes.

APÊNDICE B  
QUESTIONÁRIO PARA OS PÚBLICOS CORPORATIVOS (Q1)

SEGUNDA PARTE: QUESTÕES FECHADAS

Para as 60 práticas de governança corporativa relacionadas nas páginas a seguir, pedimos avaliar os seguintes quesitos, conforme colunas respectivas.

A) IMPLANTAÇÃO DA PRÁTICA PELA COMPANHIA NO MOMENTO ATUAL

1. Não implantada
2. Em implantação ou implantada com modificações
3. Em implantação ou implantada integralmente

B) A PRÁTICA ESTÁ PRESENTE EM

1. *Estatuto*
2. *Acordo de acionistas*
3. *Código de governança corporativa*
4. Outro (indicar, se possível)

C) QUEM PODE SER IMPUTADO PELA PROPOSTA INICIAL DA PRÁTICA (FONTE DA DEMANDA), COM CERTEZA OU COM MAIOR PROBABILIDADE?

1. Conselheiro representante de majoritário, administração ou opção distinta das duas a seguir
2. Conselheiro representante de minoritários excluídos do controle
3. Conselheiro independente
4. Outro (indicar, se possível)

D) FREQUÊNCIA DE MANIFESTAÇÕES DE INTERESSE DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS PELA PRÁTICA VIA ÁREA DE RELAÇÕES C/ INVESTIDORES

1. Nula
2. Muito baixa
3. Baixa
4. Moderada (50%)
5. Alta
6. Muito alta
7. Máxima (1/mês ou acima)

*INDEPENDENTEMENTE* DE A PRÁTICA ESTAR OU NÃO IMPLANTADA OU EM IMPLANTAÇÃO

E) CONTRIBUIÇÃO VERIFICADA OU ESPERADA DA PRÁTICA PARA A MELHORIA DO SDE

1. Nula
2. Muito baixa
3. Baixa
4. Moderada (50%)
5. Alta
6. Muito alta
7. Excepcional

F) CONTRIBUIÇÃO VERIFICADA OU ESPERADA DA PRÁTICA PARA ATENDIMENTO AOS INTERESSES DE TODOS OS ACIONISTAS

1. Nula
2. Muito baixa
3. Baixa
4. Moderada (50%)
5. Alta
6. Muito alta
7. Excepcional

G) CHANCE DE IMPLANTAÇÃO DA PRÁTICA SE A MESMA FOSSE OU FOR PROPOSTA POR CONSELHEIRO REPRESENTANTE DO MAJORITÁRIO

1. Nula
2. Muito baixa
3. Baixa
4. Moderada (50%)
5. Alta
6. Muito alta
7. Máxima (100%)

H) CHANCE DE IMPLANTAÇÃO DA PRÁTICA SE A MESMA FOSSE OU FOR PROPOSTA POR CONSELHEIRO REPRESENTANTE DE MINORITÁRIOS

- 1 – Nula
- 2 – Muito baixa
- 3 – Baixa
- 4 – Moderada (50%)
- 5 – Alta
- 6 – Muito alta
- 7 – Máxima (100%)

I) CHANCE DE IMPLANTAÇÃO DA PRÁTICA SE A MESMA FOSSE OU FOR PROPOSTA POR CONSELHEIRO INDEPENDENTE

- 1 – Nula
- 2 – Muito baixa
- 3 – Baixa
- 4 – Moderada (50%)
- 5 – Alta
- 6 – Muito alta
- 7 – Máxima (100%)

J) CHANCE DE INCLUSÃO DA PRÁTICA EM *ACORDOS DE ACIONISTAS*

- 1 – Nula
- 2 – Muito baixa
- 3 – Baixa
- 4 – Moderada (50%)
- 5 – Alta
- 6 – Muito alta
- 7 – Máxima (100%)

Os quesitos A, B e C são específicos para a categoria públicos corporativos. O quesito J é comum à categoria especialista em direito societário. Os quesitos D, E, F, G, H e I são formas específicas de investigação de aspectos comuns com outras categorias, mais detalhadas (consideradas em relação ao conjunto de 60 práticas de governança corporativa que se segue).

APÊNDICE B  
QUESTIONÁRIO PARA OS PÚBLICOS CORPORATIVOS (Q1)

SEGUNDA PARTE: QUESTÕES FECHADAS

PRÁTICAS	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1. <i>Plano de negócio (business plan)</i> elaborado para a corporação (corporativo) e por firma coligada/controlada										
2. Estabelecimento de um modelo inteligente e padronizado para o <i>plano de negócio</i> , visando reduzir subjetividades e incluir informações realmente essenciais										
3. Contratação de consultoria especializada para suporte à modelagem e elaboração, a cada ciclo, do <i>plano de negócio</i> corporativo										
4. Estratégia desdobrada no âmbito do <i>plano de negócio</i> em função: 1. do posicionamento de mercado; 2. da eficientização das operações (visando otimização de custos)										
5. Estabelecimento de regra clara de vinculação do <i>plano de negócio</i> aos orçamentos anuais corporativo e de coligadas/controladas										
6. Estabelecimento de regra clara para captação de recursos de terceiros (capital de terceiros ou <i>debt</i> ) necessários ao <i>plano de negócio</i>										
7. Estabelecimento de regra clara para novos aportes de recursos por acionistas (capital próprio ou <i>equity</i> ) necessários ao <i>plano de negócio</i>										
8. Estabelecimento de regra clara para a distribuição de fundos residuais (dividendos e juros sobre o capital próprio) aos acionistas, visando compatibilizar remuneração <i>versus</i> aplicação em projetos										
9. Estabelecimento de regra clara para a alocação de recursos entre projetos de investimento / aquisições de ativos vinculados ao <i>plano de negócio</i>										
10. Estabelecimento de regra clara para o aproveitamento de oportunidades empresariais não previstas no <i>plano de negócio</i>										
11. Estabelecimento de regra clara para a realização de gastos sociais, de modo a evitar o risco de realização desses gastos a partir de critérios pessoais e de forma não vinculada ao <i>plano de negócio</i>										
12. Estabelecimento de regra clara para o ajustamento de pessoal (contratação e distratação) às necessidades previstas no <i>plano de negócio</i> , harmonizando-se os aspectos operacional, financeiro e de responsabilidade social										

Figura 1 - Práticas relativas ao vértice estratégia

APÊNDICE B  
QUESTIONÁRIO PARA OS PÚBLICOS CORPORATIVOS (Q1)

SEGUNDA PARTE: QUESTÕES FECHADAS

Práticas relativas ao vértice estrutura (conforme modelo da figura 1)

1. Criação de um Comitê de Planejamento Estratégico.
2. Criação de um Comitê de Novos Negócios.
3. Criação de um Comitê de Finanças.
4. Criação de um Comitê de Recursos Humanos - RH.
5. Criação de um Comitê de Fiscalização.
6. Criação de um Comitê de Governança Corporativa.
7. Designação de um ou mais conselheiros com a missão específica de monitorar os resultados das decisões, especialmente dos projetos organizacionais aprovados.
8. Designação de um ou mais conselheiros com a missão específica de monitorar as relações com os principais *stakeholders*, visando apreciar o impacto das decisões sobre tais relações.
9. Designação de um ou mais conselheiros com a missão específica de monitorar os riscos dos negócios da companhia, visando apreciar o impacto das decisões sobre tais riscos.
10. Designação de um ou mais conselheiros com a missão específica de monitorar o processo de tomada de decisões *per se* e identificar formas de aprimorá-lo.
11. Designação de um ou mais conselheiros com a missão específica de criticar propostas de novos projetos nos aspectos negativos (*devil's advocate*).
12. Designação de um ou mais conselheiros com a missão específica de monitorar as tendências da operação de conselhos e diretorias, visando melhorar as práticas da companhia.

Práticas relativas ao vértice processos (conforme modelo da figura 1)

1. Revisão regular crítica do processo de planejamento estratégico, com a explicitação dos avanços e aprimoramentos obtidos a cada ciclo.
2. Revisão regular crítica da gestão de mercado (*marketing*), com a explicitação dos avanços e aprimoramentos obtidos a cada ciclo.
3. Revisão regular crítica da gestão de finanças, com a explicitação dos avanços e aprimoramentos obtidos a cada ciclo.
4. Revisão regular crítica da gestão de RH, com a explicitação dos avanços e aprimoramentos obtidos a cada ciclo.
5. Revisão regular crítica das práticas de governança corporativa, com a explicitação dos avanços e aprimoramentos obtidos a cada ciclo.
6. Monitoramento sistemático dos resultados das decisões – especialmente dos projetos organizacionais aprovados, ainda que durante período limitado.
7. Monitoramento sistemático das relações com os principais *stakeholders*, visando apreciar o impacto das decisões sobre tais relações.
8. Monitoramento sistemático dos riscos dos negócios da companhia, visando apreciar o impacto das decisões sobre tais riscos.
9. Monitoramento sistemático do processo de tomada de decisões *per se*, visando identificar formas de aprimorá-lo e de torná-lo menos vulnerável a *armadilhas mentais* inerentes à tomada de decisões.
10. Monitoramento sistemático das tendências de operação de conselhos de administração e de diretorias, visando melhorar práticas da companhia.



11. Avaliação de decisões consoante cenários macroeconômicos, tecnológicos e tendências vislumbrados com a colaboração de diferentes analistas, internos, convidados e/ou contratados para dar sua opinião.
12. Conselho de administração sem entraves no que concerne à busca de informações dentro da companhia, para esclarecimentos relacionados a decisões a serem tomadas ou já tomadas/em implantação.

Práticas relativas ao vértice pessoas (conforme modelo da figura 1)

1. Estabelecimento de procedimentos éticos e regras de conduta claras para conselheiros, presidente, diretores, comitês de apoio (comitês do conselho) e a área de relações com investidores (pode estar contemplado dentro de *código de ética* ou de *código de governança corporativa*).
2. Estabelecimento de uma política bem definida de renovação da *cúpula* - conselheiros, presidente, diretores, comitês de apoio (comitês do conselho) e área de RI, ao longo do tempo, de modo a garantir que a companhia sempre tenha bons decisores.
3. Contratação de consultoria especializada para o estabelecimento e a revisão eventual da política de renovação da *cúpula*.
4. Contratação e/ou promoção de executivos justificada por *curriculum* profissional (incluindo-se gerentes não integrantes da *cúpula*).
5. Em cada contratação ou promoção de executivo, mobilização dos recursos capacitados internos para avaliar – além do *curriculum*, a aderência do perfil pessoal ao cargo pretendido.
6. Capacitação constante dos integrantes da *cúpula* via cursos, seminários, painéis e dinâmicas de grupo.
7. Criação de oportunidades de intercâmbios entre os integrantes da *cúpula* da companhia em questão e os integrantes da *cúpula* de outras companhias, de modo a permitir a divulgação e a troca de experiências.
8. Incentivo à integração de conselheiros no âmbito da companhia, além das reuniões de trabalho do conselho (esparsas), objetivando a troca de experiências e a geração de novas idéias para a boa governança corporativa.
9. Divulgação do trabalho e dos feitos conjuntos do conselho de administração e da diretoria, via *intranet* e de outras mídias internas, visando disseminar a importância de seu trabalho para o corpo de empregados.
10. Avaliação periódica do presidente e dos diretores pelo conselho de administração.
11. Avaliação periódica de integrantes dos comitês de apoio (comitês do conselho) e da área de RI pelo conselho de administração.
12. Estabelecimento de critério e procedimentos claros e transparentes para avaliação do presidente, dos diretores, de integrantes de comitês de apoio (comitês do conselho) e da área de RI pelo conselho de administração.

Práticas relativas ao vértice recompensas (conforme modelo da figura 1)

1. Estabelecimento de uma política bem definida de compensação da *cúpula* da companhia – conselheiros, presidente, diretores, comitês de apoio (comitês do conselho) e área de relações com investidores.
2. Contratação de consultoria especializada para o estabelecimento e a revisão da política de compensação da *cúpula*.
3. Monitoramento sistemático (anual, bienal ou trienal), por meio de consultoria especializada, da remuneração de integrantes de *cúpulas* corporativas, objetivando as revisões da política de compensação.
4. Compensação de conselheiros, consistindo de uma parcela fixa e uma parcela variável atrelada ao desempenho da companhia decorrente das boas decisões.
5. Compensação do presidente e dos diretores, consistindo de uma parcela fixa e uma parcela variável atrelada ao desempenho da companhia decorrente das boas decisões.

6. Compensação de integrantes de comitês de apoio (comitês do conselho) e da área de RI, consistindo de uma parcela fixa e uma parcela variável atrelada ao desempenho da companhia decorrente das boas decisões.
7. Uso de ativos específicos da empresa pelo presidente e pelos diretores estritamente regulamentado pela política de compensação e considerado como desdobramento da parcela fixa recebida.
8. Estabelecimento de regra clara e independente dos ditames da legislação prevendo alguma penalização financeira em caso de fraude comprovada.
9. Política de compensação da *cúpula* 100% transparente para o mercado de capitais e para todo o corpo de empregados.
10. Incentivo à participação de conselheiros na propriedade da companhia.
11. Incentivo à participação do presidente e dos diretores na propriedade da companhia.
12. Incentivo à participação de integrantes de comitês de apoio (comitês do conselho) e da área de RI na propriedade da companhia.

APÊNDICE B  
QUESTIONÁRIO PARA OS PÚBLICOS CORPORATIVOS (Q1)

TERCEIRA PARTE: QUESTÕES ABERTAS E FECHADA

(QUESTÕES ESPECÍFICAS PARA A CATEGORIA)

1. Em linhas gerais, quais seriam os pontos fortes a destacar no sistema de decisões estratégicas da companhia, quando se considera a atenção que a companhia dispensa aos seus acionistas minoritários? E quais seriam os pontos a aprimorar no que concerne à questão supracitada?

(QUESTÕES COMUNS A CATEGORIAS)

2. Quais aspectos relevantes sobre a dinâmica das assembleias gerais ordinárias - AGO's - e extraordinárias - AGE's - seriam ressaltáveis, no que concerne à participação de acionistas minoritários? O que facilita e o que dificulta a participação dos investidores nas AG's?
3. Quais aspectos relevantes sobre a dinâmica das reuniões do conselho de administração seriam ressaltáveis, no que concerne à participação de acionistas minoritários? O que facilita e o que dificulta o acompanhamento, pelos investidores, do que ocorre nas reuniões do conselho?
4. Quais medidas podem ser adotadas por companhias abertas objetivando conferir aos seus acionistas minoritários excluídos do controle maior conforto no que concerne às decisões tomadas pelo conselho de administração? O que precisa ser melhorado?
5. Como os conselheiros podem tomar melhores decisões estratégicas – que beneficiem os interesses de todos os acionistas?
6. Quais aspectos relevantes sobre a área de relações com investidores enquanto canal de manifestações de acionistas minoritários seriam ressaltáveis?
7. Qual a contribuição do *código de governança corporativa* no que tange à defesa dos interesses de acionistas minoritários?
8. A proteção do SDE relativamente às suas boas práticas ou *blindagem* do SDE - criação de regras que facilitem sua melhoria e que dificultem, concomitantemente, sua deterioração, seria factível? Em que condições?
9. Em que condições seria factível uma *agenda de consenso formal* estabelecida entre conselheiros representantes do acionista majoritário, conselheiros representantes de acionistas minoritários e conselheiros independentes no que concerne às condições básicas para a criação de um bom sistema de decisões estratégicas?
10. O exercício da presidência do conselho e da presidência executiva por pessoas diferentes permite aos acionistas minoritários excluídos do controle exercer maior influência no sistema de decisões estratégicas? Por quê?
11. Ainda que o mercado não necessite conhecer todas as práticas de governança corporativa de uma companhia, seria importante se entidades especializadas fizessem suas avaliações dessas práticas, fazendo um *rating* da governança corporativa? (O *rating* é a avaliação da companhia com respeito à adoção de boas práticas de governance corporativa, realizada por organizações especializadas.

Tal avaliação conduz à qualificação da companhia consoante uma escala predeterminada, de modo a permitir a comparação com outras companhias).

#### IMPORTÂNCIA

<input type="checkbox"/>	Nula
<input type="checkbox"/>	Muito pequena
<input type="checkbox"/>	Pequena
<input type="checkbox"/>	Moderada
<input type="checkbox"/>	Grande
<input type="checkbox"/>	Muito grande
<input type="checkbox"/>	Excepcional

12. As companhias abertas disponibilizam informações suficientes aos acionistas minoritários excluídos do controle acerca das formas como são tomadas as decisões em nível do conselho de administração? Pedimos tecer comentários quanto à sua companhia, especificamente.
13. Como compatibilizar a necessidade de transparência de informações para todos os tipos de investidores na companhia com a necessidade de resguardar informações cuja retenção seja considerada estratégica?
14. Quais as vantagens e problemas genéricos derivados *acordo de acionistas*, especialmente no que concerne aos acionistas minoritários integrantes e não integrantes do mesmo?
15. Como a legislação e/ou a regulamentação podem apoiar os acionistas minoritários no que concerne à construção de sistemas de decisões estratégicas robustos?
16. O que deveria ocorrer no País, pragmaticamente, para maior democratização do mercado de capitais nacional (mais acionistas minoritários na economia nacional)?

APÊNDICE C  
QUESTIONÁRIOS PARA AS DEMAIS CATEGORIAS (Q2 A Q5)

(QUESTÕES ESPECÍFICAS PARA AS CATEGORIAS)

Questionário Q2 (gestores de portfólio)

1. Qual a dinâmica de operação dos *investidores institucionais* (fundos de pensão, seguradoras, fundos e clubes de investimento) no Brasil atual? Tais investidores visam mais o curto prazo, o médio prazo ou o longo prazo?
2. E como você vê as tendências de comportamento desses investidores no mercado de capitais nacional? O interesse pela governança corporativa tende a crescer? Quais fatores impulsionam/desaceleram tal interesse?

Questionário Q3 (acionistas minoritários individuais)

1. Por que você decidiu se tornar um investidor em ações de companhias abertas? Como você entrou nesse mercado? Há quanto tempo você investe?
2. Como você faz seus investimentos, enquanto acionista minoritário? (via corretora? *Home broker*? Pedimos detalhar).
3. Quais mecanismos você utiliza para tomar suas decisões de compra e venda de ações? Indique com “X”, a seguir, os mecanismos adotados (pode-se ter mais de uma opção) e comente o que julgar importante.

[ ]	Utilizo análise gráfica, ou seja, análise de tendências de evolução de preços.
[ ]	Utilizo análise fundamentalista, ou seja, análise dos <i>fundamentos</i> econômicos de companhias abertas.
[ ]	Utilizo informações disponibilizadas na mídia sobre as companhias abertas.
[ ]	Utilizo sugestões de especialistas em ações para fazer minhas escolhas.
[ ]	Utilizo outro(s) mecanismo(s) (descrever).

4. Como você se vê como investidor? Indique com “X” a opção mais condizente com o seu *modus operandi* e comente o que julgar importante

[ ]	Prefiro investir a longo prazo, objetivando valorizar meu patrimônio. Para mim, é importante receber dividendos das companhias em que invisto.
[ ]	Prefiro investir a longo prazo, objetivando valorizar meu patrimônio. Poderia abrir mão de dividendos, desde que isso contribuisse para valorizar minhas ações.
[ ]	Prefiro investir a curto prazo, objetivando aproveitar oportunidades de aumento e redução de preços de ações para ganhar dinheiro ou evitar perder dinheiro. Dividendos para mim não são tão relevantes.

5. Qual o seu perfil de investidor? Indique com “X” a opção mais condizente com o seu *modus operandi* e comente o que julgar importante

[ ]	Sou conservador e prefiro assumir menores riscos, mesmo obtendo menores retornos econômicos em meus investimentos.
[ ]	Sou arrojado e prefiro assumir maiores riscos, objetivando obter maiores retornos econômicos em meus investimentos.
[ ]	Sou moderado e admito assumir alguns riscos, objetivando obter retornos razoáveis em meus investimentos, mas sem comprometimento sério dos meus ativos.

#### Questionário Q4 (especialista em direito societário)

1. Qual a sua avaliação sobre a *Lei das Sociedades Anônimas* (6.404, 15/12/76), incluindo suas revisões, no que concerne à proteção dos interesses dos acionistas minoritários, em especial quando se trata da tomada de decisões estratégicas pela *cúpula* das companhias? A *Lei das SA's* poderia ampliar essa influência, ou seus requisitos já seriam satisfatórios? A garantia de sua aplicação (*enforcement*) é satisfatória?
2. Qual a sua avaliação sobre as *câmaras de arbitragem*<sup>89</sup>? Como tais *câmaras* podem contribuir para ampliar a influência de acionistas minoritários sobre o sistema de decisões estratégicas de companhias abertas?
3. Como os especialistas em direito societário têm atuado objetivando ampliar a influência de acionistas minoritários no SDE das companhias abertas, quando se consideram:
  - acionistas minoritários especiais, com maior participação acionária, não signatários de *acordos de acionistas* (minorias qualificadas)?
  - acionistas minoritários pulverizados pelo mercado de capitais?
4. Quais os maiores problemas com os quais os especialistas em direito societário têm se defrontado, relativos ao relacionamento *acionistas minoritários-acionistas majoritários*? Quais soluções têm sido consideradas e empregadas?
5. Como a entrevistada – como especialista em direito societário vê, em geral, a evolução da adoção das práticas de governança corporativa por companhias abertas no Brasil, em especial, no que concerne ao atendimento dos interesses de acionistas minoritários?

#### Questionário Q5 (executivos da ANIMEC, APIMEC-MG, BOVESPA E IBGC)

1. Como a entidade tem atuado objetivando ampliar a influência de acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas das companhias abertas, em todos os níveis?
2. Quais os maiores problemas com os quais a entidade tem se defrontado relativos ao relacionamento *acionistas minoritários-acionistas majoritários*? Quais soluções têm sido consideradas e empregadas?
3. Como a entidade vê, em geral, a evolução da adoção de boas práticas de governança corporativa por companhias abertas no Brasil – em especial no que concerne ao atendimento dos interesses de acionistas minoritários?

#### OBSERVAÇÃO:

As questões específicas abriram os questionários Q2 a Q5.

---

<sup>89</sup> Exigidas pela BOVESPA para as companhias enquadradas no *Novo Mercado* e no *Nível 2 de governança corporativa*.

## (QUESTÕES ADICIONAIS COMUNS A CATEGORIAS - ALÉM DAQUELAS QUESTÕES CONSTANTES NO APÊNDICE B – TERCEIRA PARTE )

## Questionários Q2 a Q5

As questões 1 a 3 não foram apresentadas às entrevistadas do IBGC e da BOVESPA.

1. Quais são as suas expectativas quanto às possibilidades de atuação de conselheiros representantes do acionista majoritário? Até que ponto poderão influenciar na construção de um sistema de decisões estratégicas que seja o melhor para a companhia e para todos os acionistas? (Indicar com X)

<input type="checkbox"/>	Possibilidades nulas
<input type="checkbox"/>	Possibilidades muito pequenas
<input type="checkbox"/>	Possibilidades pequenas
<input type="checkbox"/>	Possibilidades moderadas
<input type="checkbox"/>	Possibilidades grandes
<input type="checkbox"/>	Possibilidades muito Grandes
<input type="checkbox"/>	Possibilidades excepcionais

2. Quais são as suas expectativas quanto às possibilidades de atuação de conselheiros representantes de acionistas minoritários, nas companhias em que os mesmos existirem? Até que ponto poderão influenciar na construção de um sistema de decisões estratégicas que seja o melhor para a companhia e para todos os acionistas? (Indicar com X)

<input type="checkbox"/>	Possibilidades nulas
<input type="checkbox"/>	Possibilidades muito pequenas
<input type="checkbox"/>	Possibilidades pequenas
<input type="checkbox"/>	Possibilidades moderadas
<input type="checkbox"/>	Possibilidades grandes
<input type="checkbox"/>	Possibilidades muito grandes
<input type="checkbox"/>	Possibilidades excepcionais

3. E quais são as suas expectativas quanto às possibilidade de atuação de conselheiros independentes, nas companhias em que os mesmos existirem? Até que ponto poderão contribuir para a tomada de melhores decisões? (Indicar com X)

O conselheiro independente é um integrante do conselho de administração caracterizado por (código IBGC, 2001):

- não ter qualquer vínculo com a companhia, exceto eventual participação de capital;
- não ter sido empregado da companhia ou de alguma de suas subsidiárias;
- não estar oferecendo serviço ou produto à companhia;
- não ser empregado de entidade que esteja oferecendo serviço ou produto à companhia;
- não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da companhia;
- não receber outra remuneração da companhia além dos honorários de conselheiros e eventuais dividendos (se for também proprietário).

<input type="checkbox"/>	Possibilidades nulas
<input type="checkbox"/>	Possibilidades muito pequenas
<input type="checkbox"/>	Possibilidades pequenas
<input type="checkbox"/>	Possibilidades moderadas
<input type="checkbox"/>	Possibilidades grandes
<input type="checkbox"/>	Possibilidades muito grandes
<input type="checkbox"/>	Possibilidades excepcionais

4. Qual a importância dos aspectos a seguir relacionados para que uma companhia aberta tenha um bom sistema de decisões, em nível de sua *cúpula* (integrada pelo conselho de administração, pela presidência, pela diretoria, por comitês de apoio (comitês do conselho) ao conselho e pela área de relações com investidores – em aspectos de *interface* com o mercado de capitais):

Considerar a seguinte escala:

- 1 Importância nula
- 2 Importância muito pequena
- 3 Importância pequena
- 4 Importância moderada
- 5 Importância grande
- 6 Importância muito grande
- 7 Importância excepcional

<input type="checkbox"/>	Estratégia da companhia (Fórmula para vencer e aumentar o valor das ações).
<input type="checkbox"/>	Estrutura (Comitês diversos dedicados a funções como planejamento estratégico, finanças, recursos humanos, novos negócios, governança corporativa e outros).
<input type="checkbox"/>	Processos (Processos de decisão bem construídos e com fluxos de informação eficazes)
<input type="checkbox"/>	Pessoas (Escolha de pessoas para a <i>cúpula</i> com capacitação profissional e padrões éticos elevados).
<input type="checkbox"/>	Recompensas (Benefícios tangíveis e intangíveis dos membros da <i>cúpula</i> ).

5. E qual o seu interesse, enquanto XXX (conforme a categoria entrevistada), em ter informações sobre as possíveis formas como as decisões são tomadas no âmbito do conselho de administração de uma companhia aberta (de uma forma mais detalhada)?

Considerar a seguinte escala:

- 1 Interesse nulo;
- 2 Interesse muito pequeno;
- 3 Interesse pequeno;
- 4 Interesse moderado;
- 5 Interesse grande;
- 6 Interesse muito grande;
- 7 Interesse excepcional.

<input type="checkbox"/>	Estratégia da companhia (Fórmula para vencer e aumentar o valor das ações).
<input type="checkbox"/>	Estrutura (Comitês diversos dedicados a funções como planejamento estratégico, finanças, recursos humanos, novos negócios, governança corporativa e outros).
<input type="checkbox"/>	Processos (Processos de decisão bem construídos e com fluxos de informação eficazes)
<input type="checkbox"/>	Pessoas (Escolha de pessoas para a <i>cúpula</i> com capacitação profissional e padrões éticos elevados).
<input type="checkbox"/>	Recompensas (Benefícios tangíveis e intangíveis dos membros da <i>cúpula</i> ).



## OBSERVAÇÃO:

As questões 1 a 3 foram apresentadas aos entrevistados após a questão 5 do questionário Q1 (APÊNDICE B) e as questões 4 e 5, após a questão 6 do mesmo questionário.

Questionários Q2 a Q4

Preenchimento da figura 1 ao final dos questionários, considerando:

1. Indicação das práticas que o mercado deveria conhecer (Q2 a Q4 – primeira coluna a preencher);
2. Chance de inclusão das práticas em *acordo de acionistas* (Q4 – primeira e segunda colunas a preencher);
3. Associação das práticas a nove companhias com ações listadas em *bolsa de valores* (Q2 e Q3 – demais colunas a preencher).

PRÁTICAS	Indicar “X “ nas práticas que o mercado deveria conhecer	Chance de inclusão da prática em <i>acordos de acionistas</i>	C	C	I	C	C	C	C	C	C
			I A	I A	T A Ú	I A	I A	I A	I A	I A	I A
			1	2		4	5	X	7	8	9
INDICAR COM X OS PAPÉIS CONHECIDOS											
1. <i>Plano de negócio (business plan)</i> elaborado para a corporação (corporativo) e por firma coligada/controlada											
2. Estabelecimento de um modelo inteligente e padronizado para o <i>plano de negócio</i> , visando reduzir subjetividades e incluir informações realmente essenciais											
...											

Figura 1 - Avaliação de práticas de governança corporativa (Q2, Q3 e Q4)

## IMPORTANTE:

1. Todas as 60 práticas de governança corporativa foram avaliadas, representando-se acima apenas as duas primeiras. Ressalta-se que a figura 1 foi apresentada aos entrevistados mostrando-se apenas as colunas e linhas necessárias a cada categoria.
2. As duas primeiras colunas foram avaliadas pela especialista em direito societário. A segunda coluna também integrou o questionário Q1, destinado aos públicos corporativos.
3. As colunas relativas às companhias indicadas (três do mesmo setor do BANCO ITAÚ *HOLDING FINANCEIRA S/A*, três do mesmo setor da COMPANHIA X e três do setor de siderurgia), assim como a linha para indicação com X das ações (*papéis*) conhecidas, foram avaliados pelos gestores de portfólio e pelos acionistas minoritários. Tal avaliação revelou grande *assimetria informacional*, já que os agentes não conseguiram associar a implantação da maior parte das 60 práticas às nove companhias.

APÊNDICE D – ORGANIZAÇÃO DAS ENTREVISTAS COM OS PÚBLICOS CORPORATIVOS

CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	MODELO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PREDOMINANTE NA ORGANIZAÇÃO	STATUS DA IMPLANTAÇÃO DAS 60 PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	INSTRUMENTOS DE REGULAMENTAÇÃO INTERNA (COMPLIANCE) DAS 60 PRÁTICAS DE GOV. CORPORATIVA	AUTORIA (MAIS PROVÁVEL) DA PROPOSTA DAS 60 PRÁTICAS PRÁTICAS DE GOV. CORPORATIVA
<p>Conselheiro 1</p> <p>Executiva</p> <p>Conselheiro 2</p> <p>(COMPANHIA X)</p>	<p>Os três entrevistados escolheram o modelo financeiro</p> <p>Não houve convergência quanto ao 2º. modelo preponderante</p> <p>Os modelos de procuradoria (conselheiro 1), político (executiva) e dos <i>stakeholders</i> e político (conselheiro 2) foram a 2ª. alternativa</p>	<p>A avaliação foi feita pelo primeiro entrevistado (conselheiro 1), identificando 26 práticas implantadas (43,3%).</p> <p>(Detalhamento no APÊNDICE I)</p>	<p>---</p>	<p>---</p>
<p>Diretor de RI</p> <p>Gerente Geral de RI</p> <p>Diretor Executivo de Controladoria</p> <p>(BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S/A)</p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, o modelo prevalecente é o modelo financeiro. O gerente destaca:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> a <i>grande preocupação</i> da companhia com os funcionários, expressa em diversas discussões internas e no âmbito da Comissão Executiva de RH, bem como em diversas iniciativas corporativas</li> <li><input type="checkbox"/> o <i>Código de ética</i> adotado</li> <li><input type="checkbox"/> a Fundação Itaú Social, onde um comitê coordenado pelo presidente da Itaú Holding, desenvolve diversas atividades orientadas para a sociedade.</li> </ul> <p>Não houve convergência quanto à segunda alternativa escolhida (as três opções receberam indicações)</p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, 55 práticas foram implantadas (91,7%)</p> <p>Não foram ainda implantadas 5 práticas</p> <p>(Detalhamento no APÊNDICE I)</p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, a maioria das 55 práticas implantadas ou em implantação pela companhia (49 ou 89,1% de 55) não está contemplada em <i>estatuto</i>, <i>acordo de acionistas</i> ou <i>código de governança corporativa</i></p> <p>(Detalhamento no APÊNDICE I)</p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, para a maioria das 55 práticas implantadas ou em implantação pela companhia (32 ou 58,2% de 55), não foi possível imputar a proposta da prática a um segmento específico. Nestes casos, a proposta emergiu em reuniões do conselho de administração da companhia. As práticas implantadas restantes (23 ou 41,8% de 55) foram propostas por conselheiros representantes dos acionistas majoritários (famílias controladoras) e pelos administradores</p> <p>(Detalhamento no APÊNDICE I)</p>

Figura 1 – Públicos corporativos: questões específicas (continua)

CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	PONTOS FORTES A DESTACAR NO SDE DA COMPANHIA	PONTOS A APRIMORAR NO SDE DA COMPANHIA
<p>Conselheiro 1</p> <p>Executiva Conselheiro 2</p> <p>(COMPANHIA X)</p>	<p>Os três respondentes ressaltam a postura adotada pelo acionista majoritário: busca de criação de valor econômico e de consenso</p> <p>O conselheiro 2 resalta a presença de representantes de acionistas minoritários no conselho de administração</p>	<p>---</p> <p>O conselheiro 2 resalta a melhoria da transparência, com a disponibilização de todas as informações necessárias (eventualmente, a criação de uma <i>sala do acionista</i> com tais informações)</p>
<p>Diretor de RI</p> <p>Gerente Geral de RI</p> <p>Diretor Executivo de Controladoria</p> <p>(BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S/A)</p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, os principais pontos identificados são: 1. a organização é focada na geração consistente de valor para os acionistas; 2. os acionistas majoritários (famílias controladoras) conduzem a organização de forma profissional; 3. o conselho de administração é muito atuante</p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, os principais pontos identificados, a médio-prazo, são: 1. implantar um Comitê de Auditoria – o que está em fase avançada de estudo; 2. melhorar a comunicação com os acionistas (foram realizados dois grupos de foco com acionistas e detectada a necessidade de substituir o relatório trimestral enviado para um jornal trimestral (lançamento previsto: 1º trimestre de 2004); 3. expandir a base acionária de investidores individuais no Brasil; 4. aumentar a exposição no exterior</p>

Figura 1 – Públicos corporativos: questões específicas (conclusão)

Nota - As questões não foram respondidas por todos os entrevistados, em função das disponibilidades de agendas.

CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	ASSEMBLÉIA GERAL DE ACIONISTAS - AG	ÁREA DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES - RI
<p>Conselheiro 1</p> <p>Executiva</p> <p>Conselheiro 2</p> <p>(COMPANHIA X)</p>	<p>Aspecto avaliado pelos dois últimos entrevistados, que ressaltaram o caráter organizado da participação de representantes de fundos de ações e sua atuação expressiva durante o evento</p> <p>A executiva destaca a relevância da presença dos investidores nas AG's, pois ainda que muitos não tenham direito a voto<sup>90</sup>, terão direito à expressão de sua voz (<i>voice</i>)</p>	<p>Aspecto avaliado pelo conselheiro 2. O entrevistado pondera que a área de RI da companhia é reconhecida no mercado nacional (APIMEC) pela competência e leva subsídios à <i>cúpula</i>, relevantes à construção do SDE</p> <p>O entrevistado ainda destaca os seguintes requisitos genéricos que deveriam ser observados por áreas de RI: 1. transparência; 2. qualidade das informações disponibilizadas; 3. disponibilidade para atender a todos os tipos de investidores; 4. implantação de programa de <i>road show</i> objetivando levar informações aos principais investidores minoritários da companhia</p>
<p>Diretor de RI</p> <p>Gerente Geral de RI</p> <p>Diretor Executivo de Controladoria</p> <p>(BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S/A)</p>	<p>Segundo os entrevistados, a presença e participação dos acionistas minoritários – detentores das ações negociadas livremente em mercado aberto ou <i>free float</i> - é muito baixa, apesar de todo o esforço da companhia na divulgação da data e local da AG (jornal, <i>sites</i>, CVM e BOVESPA)</p> <p>As AG's têm sido conduzidas pelo acionista majoritário com uma postura de abertura às contribuições dos participantes</p> <p>O aspecto cultural - a crença na inefetividade da participação dos investidores nas AG's - é uma possibilidade que explica tal constatação</p> <p>O diretor de RI destaca a existência de um maior número de reuniões com analistas no País, em contraste com os EUA, onde a AG é um <i>forum</i> mais usado para discussões</p>	<p>O diretor de RI destaca a relevância da área de RI como <i>canal</i> de prestação de informações aos investidores, observando que a transparência informacional está ligada à visão da <i>bolsa de valores</i> pelo acionista controlador como <i>locus</i> de formação do preço da companhia</p> <p>Segundo resposta do gerente geral de RI, a área de RI opera consoante o princípio da segmentação do mercado: a gama de investidores minoritários e de outros agentes de mercado atendida pelas companhias abertas é extensa e é preciso que a informação alcance a todos. Ademais, a área de RI atua de forma bilateral, participando de comitês (no caso da companhia, a designação empregada é comissões) de governança corporativa. O propósito é levar a esses fóruns a visão dos agentes citados</p> <p>O diretor de controladoria ilustra a atenção concedida aos acionistas minoritários: certa vez, questionada por um acionista quanto ao percentual de dividendos pagos, a companhia elaborou para o mesmo um estudo, demonstrando que em valor monetário, remunerava melhor seus acionistas do que os demais bancos</p>

Figura 2 – Públicos corporativos: questões comuns (continua)

<sup>90</sup> Caso dos detentores de ações preferenciais.

CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO			POSSIBIL. DE INFLUÊNCIA S/ SDE (Práticas com chance de implantação mínima de 50% quando propostas pelos agentes em questão)		
	Dinâmica de Funcionamento	Medidas para Confortar Minoritários sobre Decisões Tomadas pelo Conselho	Como os Conselheiros Podem Tomar Melhores Decisões para Todos os Acionistas	Conselheiro Represent. Majoritário	Conselheiro Represent. Minoritários	Conselheiro Independ
Conselheiro 1	Os entrevistados ressaltam que as reuniões do conselho de administração são pautadas pela boa vontade de ouvir, pelo debate e pelo consenso. Determinados assuntos podem retornar à pauta várias vezes, até o consenso	Os dois primeiros entrevistados ressaltam a relevância do consenso	O conselheiro 1 resalta a necessidade de que exista boa intenção do acionista majoritário (no sentido da criação de valor econômico para todos os acionistas), apontando ainda o uso de critérios técnicos na tomada de decisões, a capacitação e a proatividade dos conselheiros (em contraposição a uma postura reativa): <i>conhecer antes de decidir</i> .	---	34 ou 56,7%	34 ou 56,7%
Executiva	O conselheiro 2 afirma que a busca de consenso nem sempre é fácil, o debate é intenso	A executiva destaca: o excesso de votações - demonstrado em <i>atas</i> de reuniões do conselho, sinaliza problemas e governança corporativa sofrível	Segundo a executiva, conselheiros têm mais poder (legal) do que percebem e há espaço nas companhias para maior participação dos mesmos	---	12 ou 20,0%	12 ou 20,0%
Conselheiro 2	(Os presidentes do conselho de administração e executivo são pessoas distintas)	O conselheiro 2 destaca a relevância da área de RI, que deve buscar a excelência	O conselheiro 2 destaca a participação dos conselheiros na construção do <i>plano estratégico</i> , a competência dos mesmos (se possível, reconhecida nacionalmente) e a maturidade do presidente do conselho na condução das reuniões	47 ou 78,3%	34 ou 56,7%	34 ou 56,7%
(COMPANHIA X)				(*)	(*)	(*)

Figura 2 - Públicos corporativos: questões comuns (continua)

(\*) No caso dos dois primeiros entrevistados, a avaliação foi solicitada com respeito às práticas ainda não implantadas; no caso do terceiro entrevistado, com respeito a todas as práticas (ressalta-se que tais entrevistas constituíram pre-testes). Quando se consideram os três entrevistados de forma conjunta, sete práticas (11,7% de 60) teriam chance mínima de 50% de aceitação se propostas por conselheiros representantes de acionistas minoritários. Adicionalmente, a segunda e o terceiro entrevistados consideram difícil a entrada de conselheiros independentes na companhia, a critério do majoritário.

CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO			POSSIBIL. DE INFLUÊNCIA S/ O SDE (Práticas com chance de implantação mínima de 50% quando propostas pelos agentes em questão)		
	Dinâmica de funcionamento	Medidas para confortar Minoritários sobre decisões tomadas pelo Conselho	Como os Conselheiros podem tomar melhores decisões para todos os acionistas	Conselheiro Represent. Majoritário	Conselheiro Represent. Minoritários	Conselheiro Independ
Diretor de RI Gerente Geral de RI Diretor Executivo de Controladoria (BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S/A)	<p>Segundo os entrevistados, as reuniões do conselho de administração são pautadas pela boa vontade de ouvir e pela busca do consenso. Opiniões divergentes bem fundamentadas por parte dos três conselheiros independentes da companhia são bem vindas</p> <p>O diretor de controladoria destaca a postura de abertura do presidente do conselho de administração – Sr. Olavo Egydio Setubal, o qual confere grande atenção às ponderações dos conselheiros</p> <p>O diretor de RI manifesta otimismo quanto a mudanças em companhias pautadas pela postura fechada de acionistas controladores, com a perspectiva de chegada ao poder da <i>terceira geração</i> das famílias. (Os presidentes do conselho de administração e Executivo são pessoas distintas. Atualmente são da mesma família, mas, segundo o gerente geral de RI, a companhia já teve vários presidentes executivos que não eram das famílias controladoras)</p>	<p>Segundo o diretor de RI, a transparência informacional é fundamental, mas somente será valorizada por acionistas majoritários quando os mesmos visualizarem a <i>bolsa de valores</i> como um <i>centro de liquidez</i> para o seu patrimônio (o que não ocorre quando não percebem a <i>bolsa</i> como o ambiente em que o preço do patrimônio é formado)</p> <p>Segundo o gerente geral de RI, a melhor forma de conferir conforto aos acionistas minoritários quanto às decisões do conselho é a criação consistente de valor para a companhia</p>	<p>A postura de abertura do acionista majoritário - favorável ao consenso, é fundamental, segundo os entrevistados. Ademais, os conselheiros devem ter:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Capacidade de agregar contribuições relevantes e bem fundamentadas (diretores de RI e de controladoria)</li> <li><input type="checkbox"/> Personalidade para não se intimidarem perante outros membros do conselho, os quais podem ser pessoas bem sucedidas e/ou reconhecidas pelo mercado pela sua capacitação (idem)</li> <li><input type="checkbox"/> Capacidade de construir um relacionamento de respeito com os demais membros do conselho; tal construção é um trabalho de longo prazo (gerente geral de RI).</li> </ul> <p>A fama e um bom nome no mercado podem facilitar o ingresso no conselho, mas não garantem os requisitos citados</p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, 60 ou 100,0%</p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, 60 ou 100,0%</p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, 60 ou 100,0%</p>

Figura 2 - Públicos corporativos: questões comuns (continua)

CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	PRÁTICAS CUJA CONTRIBUIÇÃO PARA A MELHORIA DO SDE SEJA DE MODERADA A EXCEPCIONAL	PRÁTICAS CUJA CONTRIBUIÇÃO PARA O ATENDIMENTO AOS INTERESSES DE TODOS OS ACIONISTAS SEJA DE MODERADA A EXCEPCIONAL
Conselheiro 1 Executiva Conselheiro 2 (COMPANHIA X)	60 ou 100,0% 52 ou 86,7% 48 ou 80,0% (Detalhamento nos APÊNDICES I e J)	60 ou 100,0% 53 ou 88,3% 46 ou 76,7% (Detalhamento nos APÊNDICES I e J)
Diretor de RI Gerente Geral de RI Diretor Executivo de Controladoria (BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S/A)	Segundo o gerente geral de RI, 54 ou 90,0%. (Detalhamento nos APÊNDICES I e J)	Segundo o gerente geral de RI, 55 ou 91,7%. (Detalhamento nos APÊNDICES I e J)

Figura 2 - Públicos corporativos: questões comuns (continua)

CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	INTERESSE DEMONSTRADO PELOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS SOBRE AS CINCO DIMENSÕES DA ESTRELA DE GALBRAITH JUNTO À ÁREA DE RI	ADOÇÃO DE CÓDIGO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	BLINDAGEM DO SISTEMA DE DECISÕES ESTRATÉGICAS (SDE)
Conselheiro 1 Executiva Conselheiro 2 (COMPANHIA X)	***	Aspecto avaliado pelo conselheiro 2. A existência do <i>código</i> confere uma segurança muito grande ao representante do acionista minoritário excluído do controle no conselho de administração. Ademais, agrega transparência, contribuindo para reduzir o custo de capital e aumentar o valor da companhia	Aspecto avaliado pelos conselheiros 1 e 2. O primeiro acredita que a <i>blindagem</i> dependerá do acionista majoritário. O segundo acha que a <i>blindagem</i> dependerá de disposições regulatórias (CVM)
Diretor de RI Gerente Geral de RI Diretor Executivo de Controladoria (BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S/A)	<p>Avaliação baseada nas 60 práticas de governança corporativa do APÊNDICE B (segunda parte - tabelas 1 a 5. quesito D), o qual contempla as manifestações de interesse apresentadas junto à área de RI relativamente às dimensões estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas</p> <p>Segundo o gerente geral de RI, 9 práticas (15,0%) têm sido objeto de interesse alto a muito alto por parte de investidores minoritários – dentre as quais, 8 relativas ao vértice estratégia. Ademais, 13 práticas (21,7%) têm sido objetivo de interesse moderado por parte desses investidores. Entretanto, 38 práticas (63,3%) não têm sido objeto de interesse significativo por parte de investidores em tela</p> <p>(Detalhamento no APÊNDICE I)</p>	<p>Segundo resposta do gerente geral de RI, a adoção do <i>código</i> demonstra o respeito da companhia por seus acionistas minoritários. Além da observância geral aos três <i>códigos</i> principais do mercado (CVM, IBGC e ANIMEC), a companhia adotou um <i>código de ética</i>, a ser observado por conselheiros, administradores e funcionários, bem como elaborou e divulgou <i>políticas de divulgação e de negociação</i> ampliadas em relação ao estabelecido pela instrução 358 da CVM (**). Um exemplo é a constituição dos Comitês de Divulgação e de Negociação – o que não foi solicitado pela CVM na referida instrução, mas foi adotado segundo as melhores práticas mundiais. Além disso, a companhia está estudando com profundidade e em estágio avançado a lei <i>Sarbanes-Oxley</i>. A postura é adotar práticas que impliquem melhor governança corporativa na empresa e que resultem na efetiva criação de valor aos acionistas – mesmo aquelas práticas que não sejam obrigatórias à empresa, devido à mesma estar listada na Bolsa de <i>New York</i></p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, as melhores formas de <i>blindar</i> o SDE são:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Construir um objetivo claro e transparente para todos na organização. Para o BANCO ITAÚ, é o foco da companhia na criação consistente de valor econômico</li> <li><input type="checkbox"/> Criar comissões e comitês, constituídos por profissionais relacionados estritamente ao assunto, que se responsabilizem pela discussão e tomada de decisões estratégicas</li> <li><input type="checkbox"/> Controlar todas as decisões, com acompanhamento permanente, definição do gestor de todas as etapas e efetivo reporte a todos os interessados</li> </ul>

Figura 2 - Públicos corporativos: questões comuns (continua)

(\*\*) A instrução 358 da CVM (03/01/02) regula a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante, a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e, ainda, na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, e a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.



CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	AGENDA DE CONSENSO FORMAL ENTRE CONSELHEIROS	EXERCÍCIO DA PRESIDÊNCIA DO CONSELHO E DA PRESIDÊNCIA EXECUTIVA POR PESSOAS DISTINTAS	RATING DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
<p>Conselheiro 1 Executiva Conselheiro 2 (COMPANHIA X)</p>	<p>Aspecto avaliado pelos conselheiros 1 e 2. O primeiro acredita que a <i>agenda de consenso formal</i> dependerá do acionista majoritário. O segundo não acredita na possibilidade de formalização, mas ressalta que seria factível uma <i>agenda de consenso</i> informal, em torno de pontos relevantes</p>	<p>Aspecto avaliado pelo conselheiro 2, que não vê correlação entre essa prática e aumento da influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE</p>	<p>Aspecto avaliado pelo conselheiro 2, que acredita que o <i>rating</i> seja importante, mas que dificilmente as companhias adotarão a prática por sua própria determinação</p>
<p>Diretor de RI Gerente Geral de RI Diretor Executivo de Controladoria (BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S/A)</p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, somente seria factível uma <i>agenda de consenso formalmente</i> estabelecida entre conselheiros, no que concerne às condições básicas para a criação de um bom SDE, nas seguintes condições: 1. se a companhia não gerasse valor para os seus acionistas; 2. em caso de estrutura de propriedade difusa</p> <p>As decisões estratégicas seriam acordadas entre o acionista majoritário, os conselheiros representantes de acionistas minoritários e os conselheiros independentes, e a responsabilidade pelos resultados futuros dividida</p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, a separação dos poderes é essencial para a governança corporativa, pois aquele que avalia não é igual o avaliado. A governança corporativa visa, em última instância, proteger o acionista minoritário</p>	<p>Segundo o gerente geral de RI, a importância do <i>rating</i> é pequena, tanto no Brasil quanto no exterior. No futuro, a relevância aumentará</p>

Figura 2 - Públicos corporativos: questões comuns (continua)

CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	DISPONIBILIZAÇÃO DE INFORMAÇÕES PELAS COMPANHIAS ABERTAS, RELATIVAMENTE ÀS FORMAS COMO SÃO TOMADAS AS DECISÕES ESTRATÉGICAS	COMPATIBILIZAÇÃO ENTRE TRANSPARÊNCIA INFORMACIONAL E A PROTEÇÃO DE INFORMAÇÕES CONSIDERADAS ESTRATÉGICAS PELA COMPANHIA
<p>Conselheiro 1 Executiva Conselheiro 2 (COMPANHIA X)</p>	<p>Aspecto avaliado pelo conselheiro 2. Segundo o mesmo, a companhia é muito bem vista pelos seus acionistas minoritários com relação às informações que são disponibilizadas pela sua área de RI, sendo inclusive reconhecida pela APIMEC por esse fato. Mas sem dúvida, algumas informações poderiam ser acrescentadas, como por exemplo a existência de comitês que auxiliam a diretoria/conselho na tomada de decisões – a exemplo do Comitê de Planejamento Estratégico, do Comitê de Priorização de Orçamento e do Comitê de Crédito</p>	<p>Aspecto avaliado pelos conselheiros 1 e 2. O primeiro entende que conselho de administração tem discernimento suficiente para diferenciar as informações que devem ser publicadas daquelas cuja retenção seja estratégica. Já segundo o conselheiro 2, a questão é de difícil resposta. Em sua perspectiva, dependerá muito do bom senso da Diretoria Executiva</p>
<p>Diretor de RI Gerente Geral de RI  Diretor Executivo de Controladoria (BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S/A)</p>	<p>Segundo o diretor de RI, a transparência informacional dependerá da visão do acionista majoritário: à medida em que o mesmo visualizar a <i>bolsa de valores</i> como <i>centro de liquidez</i> para o seu patrimônio, terá interesse em tornar a companhia mais transparente e em reduzir o custo de capital</p> <p>Segundo o gerente geral de de RI, no que concerne, especificamente, às informações relativas às formas como as decisões são tomadas, a companhia tem procurado transmiti-las aos agentes do mercado de capitais, principalmente através do seu <i>site</i> de RI, de teleconferências, das apresentações promovidas em âmbito da APIMEC e <i>road shows</i> (***) no exterior. Mas entende que melhorias contínuas são necessárias, de forma que o esforço de governança corporativa, um dos mais intensos do País, seja percebido. Provavelmente, nem todas as práticas de governança corporativa informadas são percebidas</p>	<p>Segundo o diretor de RI, essa é uma questão relevante e cuja resposta não é fácil. Como companhia aberta, o BANCO ITAÚ promove teleconferências e apresentações públicas, no âmbito da APIMEC, objetivando demonstrar seus bons <i>fundamentos</i> econômico-financeiros para os agentes do mercado de capitais. Tais apresentações são livres e a audiência/platéia pode ter contar com a presença de concorrentes – não necessariamente companhias com ações em <i>bolsa de valores</i>. Portanto, a disponibilização de informações é desigual.</p> <p>Entretanto, conforme o diretor de RI e o gerente geral de RI, há uma Comissão de Divulgação (no âmbito do BANCO (e também da <i>holding</i> ITAÚSA), a qual desenvolve discussões relevantes sobre essa e outras questões, o que permite o amadurecimento de seus integrantes e escolhas responsáveis</p>

Figura 2 - Públicos corporativos: questões comuns (continua)

(\*\*\*) *Road shows* são programas constituídos por um conjunto de apresentações consecutivas a investidores, em geral no exterior, com intervalos de tempo curtos entre si, objetivando apresentar a companhia, seus resultados e planos corporativos e, eventualmente, capturar a adesão dos mesmos aos planos citados, por meio da aquisição de títulos de propriedade e de dívida.

CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	<i>ACORDOS DE ACIONISTAS – VANTAGENS E DESVANTAGENS (GENÉRICAS)</i>	PRÁTICAS CUJA CHANCE DE INCLUSÃO EM <i>ACORDOS DE ACIONISTAS</i> SEJA DE MODERADA A EXCEPCIONAL
Conselheiro 1 Executiva Conselheiro 2 (COMPANHIA X)	Aspecto avaliado pelo conselheiro 2. Segundo o mesmo, o acionista minoritário não necessita do instrumento para governar a companhia	44 ou 73,3% 3 ou 5,0% 1 ou 1,7% Conforme se verifica, as opiniões são divergentes, mas a executiva e o conselheiro 2 são mais restritivos (detalhamento no APÊNDICE I)
Diretor de RI Gerente Geral de RI Diretor Executivo de Controladoria (BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S/A)	A questão foi respondida filosoficamente. Segundo o gerente geral de RI, <i>acordos de acionistas</i> em geral só trazem benefícios, estabilizando as relações de poder entre os controladores e conferindo transparência aos critérios de estabilização	***

Figura 2 – Públicos corporativos: questões comuns (continua)

CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	LEGISLAÇÃO/REGULAMENTAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NACIONAL	DEMOCRATIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS (MAIS MINORITÁRIOS NA ECONOMIA)
<p>Conselheiro 1 Executiva Conselheiro 2  (COMPANHIA X)</p>	<p>Aspecto avaliado pelo conselheiro 2. Segundo o mesmo, a legislação e/ou a regulamentação são as formas mais significativas de estabelecer as regras que as companhias deverão seguir para permitir a participação dos acionistas minoritários. Companhias que aderissem a padrões mais elevados de governança corporativa, preconizados pela regulamentação/legislação, receberiam tratamento diferenciado, incluindo-se o acesso a recursos menos onerosos e outras vantagens</p>	<p>Aspecto avaliado pelo conselheiro 2. O entrevistado entende que seria necessário estabelecer legislação e/ou regulamentação com vantagens para as empresas que aderissem ao mercado de capitais</p>
<p>Diretor de RI  Gerente Geral de RI  Diretor Executivo de Controladoria  (BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S/A)</p>	<p>Segundo resposta do gerente geral de RI, a legislação e a regulamentação podem apoiar os acionistas minoritários. Mas o mercado e as empresas têm ido além do que é estipulado pela legislação e regulamentação, conforme atesta a criação dos níveis diferenciados de negociação da BOVESPA. A companhia, especificamente, concedeu o <i>tag along</i> aos seus acionistas não controladores, criou uma Comissão de Divulgação (obrigatória) e uma Comissão de Negociação (optativa)</p> <p>Existem as Comissões de Divulgação e de Negociação na ITAÚSA (holding à qual o BANCO se subordina) e no BANCO. São separadas estrutural e operacionalmente.</p>	<p>Segundo resposta do gerente geral de RI, os principais fatores que favoreceriam, pragmaticamente, a democratização do mercado e capitais (mais acionistas minoritários na economia nacional) são: 1. redução da carga tributária imposta sobre as pessoas físicas e investidores individuais, aumentando sua propensão a poupar; o mercado de capitais poderia ser vislumbrado como uma oportunidade de poupança no longo prazo; 2. redução da taxa de juros da economia; 3. ampliação da cultura do mercado de capitais. Neste sentido, a democratização do mercado vem sendo promovida por organizações como a BOVESPA, o INI, a APIMEC, o IBRI, a ABRASCA e por outras entidades de mercado</p>

Figura 2 - Públicos corporativos: questões comuns (conclusão)

Nota - As questões não foram respondidas por todos os entrevistados, conforme exposto no capítulo 3.

APÊNDICE E – ORGANIZAÇÃO DAS ENTREVISTAS COM OS GESTORES DE PORTFÓLIO

CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	DINÂMICA DE OPERAÇÃO DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS	TENDÊNCIAS DE COMPORTAMENTO DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NO MERCADO DE CAPITAIS NACIONAL
<p>Gestor 1 Fundo de pensão de médio porte</p>	<p>A atuação dos <i>investidores institucionais</i> é pautada pelo foco no curto prazo, o ativo ação é tratado como qualquer outro. Tal foco é explicado pelo histórico e condições específicas da economia nacional (inflação elevada, <i>quebra</i> de empresas sólidas e outros eventos)</p> <p>Segundo o gestor 1, no que concerne ao <i>conflito de interesses</i> citado pelo gestor 2, é normal que existam <i>conflitos</i> no âmbito do mercado de capitais, cabendo a cada gestor selecionar suas fontes de informação e o bom senso nas decisões de investimento</p>	<p>Com a globalização, a visão de curto prazo tende a ceder espaço a uma visão de longo prazo, valorizando-se a governança corporativa das companhias</p>
<p>Gestor 2 Fundos de ações de firma independente</p>	<p>Há um <i>conflito de interesses</i> intrínseco na operação de instituições financeiras, que administram carteiras de ações e, ao mesmo tempo, têm companhias abertas como clientes (essa consideração é comentada e contestada pelos gestores 1 e 4, junto aos quais se fez perguntas objetivando melhor esclarecer a questão)</p> <p>Diversos fundos de pensão terceirizam a gestão das carteiras para instituições financeiras, ou estão sujeitos a basear decisões de investimento em <i>ações da moda</i> ou em relatórios produzidos por tais instituições, contendo, eventualmente, inconsistências. O ideal seria uma regulamentação forte protegendo o público investidor contra a má gestão de fundos. A profissionalização dos gestores de portfólio e a conscientização do público investidor – dos cotistas dos fundos, são relevantes</p>	<p>Em função dos problemas ao lado indicados, as tendências são: 1. baixo <i>ativismo</i> de <i>investidores institucionais</i>, os quais, provavelmente, tenderão a não cobrar melhores práticas de governança corporativa de companhias abertas; 2. baixa confiabilidade da gestão de muitos portfólios; 3. risco de perdas econômicas para o público; 4. ineficiência do sistema</p>
<p>Gestor 3 Fundo de pensão de grande porte</p>	<p>No Brasil, não há foco de longo prazo, o foco ainda é de médio-prazo. A economia é instável, apesar do <i>Plano Real</i></p> <p>A eleição do presidente Lula da Silva gerou mais instabilidade e a preocupação do governo em sua primeira fase foi tranquilizar o mercado, com respeito à <i>quebra</i> de regras (contratos) e à interferência ideológica na economia, gerar credibilidade</p> <p>O processo de privatização levou grandes <i>investidores institucionais</i> a fazer parte de <i>grupos de controle</i>. Grandes <i>investidores institucionais</i> têm nomeado conselheiros para companhias</p>	<p>O foco de longo prazo virá com o tempo. A tendência é que os <i>investidores institucionais</i> invistam em companhias com boa governança corporativa. O interesse pela governança corporativa tende a crescer. A militância (<i>ativismo</i>), talvez não, durante bom tempo</p>

Figura 1 – Gestores de portfólio: questões específicas (continua)

CONJUNTO DE ENTREVISTADOS	DINÂMICA DE OPERAÇÃO DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS	TENDÊNCIAS DE COMPORTAMENTO DESSES INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS NACIONAL
<p>Gestor 4 Fundos de ações de banco</p>	<p>Fundos de pensão: os títulos de longo prazo, bem como as ações de empresas <i>emergentes</i> e com forte potencial de crescimento, conjugados com boa transparência operacional, são bastante <i>atraentes</i> na composição dos portfólios. A tudo isso, soma-se a oportunidade de gestão profissional compartilhada, o que se torna bastante atraente ao investidor de longo prazo</p> <p>Seguradoras (previdência privada aberta): são investidores altamente comprometidos com a receita financeira, mas que conjugam investimentos de curto e longo prazos. Os investimentos de curto prazo objetivam dar uma dinâmica mais agressiva ao portfólio, e os investimentos de longo prazo, fazer face à necessidade de cobertura de suas reservas técnicas, vinculadas ao órgão competente - a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP</p> <p>Clubes e fundos de investimento: têm uma visão mais <i>imediatista</i> e visam lucro rápido e sem muita oscilação. Normalmente, operam ativos de alta liquidez, boa expectativa de retorno e quase sempre protegidos (<i>hedgedos</i>)</p> <p>Indagado a respeito de um eventual <i>conflito de interesses</i> que ocorreria na atuação das instituições financeiras enquanto gestoras de fundos de investimento, o gestor afirmou: a resolução 2.451 do BCB, de 27/11/1997, estabeleceu a obrigatoriedade de as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB promoverem a segregação da administração dos recursos de terceiros das demais atividades. Tal marco regulatório, segundo o mesmo, praticamente extinguiu o conflito de interesses.</p> <p>Em defesa da gestão de portfólios por instituições financeiras, o gestor 4 ainda menciona o maior acesso a informações por tais organizações, o que facultaria às mesmas melhores condições para tomadas de decisão</p>	<p>Como conseqüência do amadurecimento do mercado de capitais e de seus integrantes, os <i>investidores institucionais</i> convergirão para investimentos mais duradouros, participações em empresas bem estabelecidas e com grande potencial de crescimento e partilhamento administrativo</p> <p>No tocante à governança corporativa, a mesma constitui um marco histórico do mercado de capitais nacional, sendo algo duradouro (que veio para ficar) e que se fortalecerá cada vez mais</p> <p>Dentre os principais fatores de interesse dos investidores pelas empresas que adotam a governança corporativa, destaca-se o compromisso profissional da administração, especialmente no que concerne à formação de valor para o acionista e à mitigação dos conflitos entre majoritários e minoritários, por meio de uma política séria e transparente adotada por essas companhias</p>
<p>Gestor 5 Fundos de ações e clubes de investimento de corretora</p>	<p>Fundos de ações e clubes de investimento têm visão de curto prazo, preocupam-se com o desempenho imediato e com o lucro no curto prazo.</p> <p>No que concerne ao <i>ativismo</i> em governança corporativa, poucos fundos de pensão conferem grande importância, mas a maioria dos pequenos fundos de pensão não se incomoda. Os clubes de investimento e os fundos de ações, em sua grande maioria, preocupam-se apenas com rentabilidade</p>	<p>No que concerne aos fundos de ações e aos clubes de investimento, a tendência é que a quantidade aumente consideravelmente no País. Muitas pessoas físicas se agruparão para constituir-los. Já no que concerne ao crescimento dos fundos de pensão, identificam-se duas situações: 1. fundos existentes – a tendência é de um crescimento vegetativo; 2. fundos novos – com a reforma da <i>previdência</i>, espera-se que sejam criados, objetivando complementar a aposentadoria de funcionários públicos</p>

Figura 1 - Gestores de portfólio: questões específicas (conclusão)

## 1. ASSEMBLÉIA GERAL DE ACIONISTAS

- ❑ Constituem oportunidades para acionistas minoritários fazerem questionamentos e exporem pontos de vista, mas em geral apenas cumprem uma exigência legal (gestor 1)
- ❑ AG's são caracterizadas pela presença de muitas pessoas sem representatividade de capital e pouco instrumentadas para fazer questionamentos e apresentar sugestões pertinentes. A participação de acionistas é dificultada pela divulgação de informações errôneas (horário, dia, local) e por datas e horários inadequados. Para incentivar a participação, deveria ser enviado a todos os acionistas o *edital de convocação*, inclusive pela *internet*. Na maioria das companhias abertas, o número de acionistas minoritários não é tão elevado que impeça a democratização da votação via *internet* ou outro meio. Aqueles que investem via fundos deveriam exigir que os gestores dos mesmos comparecessem às AG's. O *ativismo* dos investidores é importante, mas não tem sido a *tônica* (gestor 2)
- ❑ Os maiores incentivadores são: 1. *política de relacionamento* com o mercado (*APIMEC's*, mala diretas, atendimentos pessoais etc); 2. liquidez das ações da empresa em *bolsa*; 3. momento favorável para o mercado de ações e o setor que a empresa atua; 4. decisões importantes em apreciação e (e) forma de condução das AG's (gestor 3)
- ❑ Os acionistas minoritários acreditam que as decisões a serem aprovadas nas AG's já *espelham* o consenso do *grupo de controle*: a *ata* já está pronta e somente receberá do *voto vencido*, o minoritário, uma ressalva de satisfação. Dificilmente se reverterá uma posição tomada pelo conselho de administração. A CVM, no intuito de incentivar a participação dos fundos de investimento nas AG's, editou a instrução 377, alterando o artigo 35 da instrução 302, estabelecendo que os fundos devem deliberar a respeito da política relativa ao exercício do direito de voto em AG's das companhias nas quais o fundo detenha participação. No entanto, face à diversificação dos portfólios (os quais comportam, geralmente, um número elevado de companhias), à grande concentração de AGO's (especialmente no mês de abril), e ainda, à dispersão geográfica da realização das mesmas, normalmente os gestores não participam desses eventos (gestor 4)
- ❑ O que incentiva a participação de minoritários nas AG's é a possibilidade de mostrarem seus pontos de vista, em geral diferentes dos pontos de vista do majoritário. O que dificulta é o pequeno efeito prático da participação, pois os minoritários entendem que, na prática, prevalece o desejo do majoritário (gestor 5)

## 2. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

### Dinâmica de funcionamento

- ❑ Constituem oportunidades para acionistas minoritários conhecerem mais a fundo práticas administrativas e algumas políticas estratégicas. Mas os assuntos realmente relevantes e estratégicos são restritos ao acionista majoritário (*insider*), impedido de negociar com base no domínio de informações privilegiadas (gestor 1)
- ❑ O que facilita o conhecimento que os minoritários têm acerca do que ocorre nas reuniões do conselho é o acesso via vagas, por ações ordinárias ou preferenciais. O que dificulta é o próprio acesso às reuniões, já que maioria das empresas brasileiras tem o controle concentrado nas mãos de poucos. Apesar de não ser ideal, a divulgação na íntegra da *ata* completa das reuniões do conselho é de extremo valor (gestor 2)
- ❑ O que facilita o acompanhamento do que ocorre nas reuniões do conselho são: 1. o bom detalhamento da pauta; 2. o esclarecimento claro dos itens a serem apreciados; 3. a redação das decisões tomadas dentre outros fatores. O que dificulta é o oposto (gestor 3)
- ❑ O que incentiva o conhecimento dos acionistas minoritários excluídos do controle acerca do que ocorre nas reuniões do conselho de administração é a facilidade de acesso à informação. A leitura de *atas*, tais como publicadas nos jornais, geralmente é *penosa*. A forma de impressão (formato da *ata*/caracteres pequenos) dificulta a leitura (gestor 5)

### Medidas para confortar minoritários sobre decisões tomadas pelo conselho

- ❑ *Código de governança corporativa*, conselho de administração independente, regras que eliminem da cadeia societária empresas limitadas e/ou e outras formas societárias que permitam operações desconhecidas dos acionistas, adoção de modelo acionário baseado exclusivamente em ações ordinárias com direito a voto e *rating* de ações (gestor 1)
- ❑ Adoção da *Cartilha da CVM*, um *código* completo, especialmente no que concerne a conflitos de interesses inerentes às relações do acionista majoritário com a companhia. Poderia ser conferida aos acionistas minoritários a possibilidade de aprovar ou não o *balanço* da companhia (gestor 2)
- ❑ Envio de mala direta/publicação detalhada da pauta, assim como das decisões tomadas (gestor 3)
- ❑ A convivência entre majoritários e minoritários pode ser pacífica, desde que haja o comprometimento da *alta administração* com as principais práticas de transparência, com a criação de valor para os sócios, se disponha de uma política bem definida de distribuição de resultados etc. O minoritário bem remunerado pode ser um aliado (gestor 4)
- ❑ É importante existir coerência entre o discurso e a prática. As empresas só comentam aquilo que lhes convém. Quando as notícias são boas, comenta-se muito. Mas quando as notícias não são boas, há demora na divulgação. Quando há demora na divulgação de informações, é certo que não haverá boas notícias (gestor 5)

Figura 2 - Gestores de portfólio: questões comuns (continua)

### Como os conselheiros podem tomar melhores decisões para todos os acionistas

- ❑ Os conselheiros não devem acompanhar *modismos* que não criam valor para o acionista; devem, ainda, visar o longo prazo. São exemplos de *modismos*: 1. *investir na China é o que há, vamos deixar nosso cliente de 30 anos e investir nesse novo mercado emergente*; 2. *temos que terceirizar, todo mundo está terceirizando* (gestor 2)
- ❑ Os conselheiros devem ter consciência de que a companhia é aberta, que é de interesse comum as decisões estratégicas relativas à mesma. Quanto mais *pulverizado* o capital da companhia, mais facilmente tal comportamento pode ser praticado (gestor 3)
- ❑ Os conselheiros podem contemplar os interesses de todos os acionistas de diversas formas: 1. limitando sua participação em conselhos (um conselheiro que atua em 10 conselhos não conseguirá atuar satisfatoriamente em nenhum); 2. profissionalizando-se, no sentido de se tornarem efetivamente *profissionais de conselho*, dedicados aos mesmos, sem se desviar de suas atribuições; 3. comprometendo-se com a organização e contribuindo, efetivamente, para o seu desenvolvimento (gestor 5)

### Possibilidades de influência de conselheiros representantes do acionista majoritário, conselheiros representantes de acionistas minoritários e conselheiros independentes no SDE

Conselheiros	Gestor 1	Gestor 2	Gestor 3	Gestor 4	Gestor 5
Representantes do acionista majoritário	Muito gdes–Excepc.	Excepcionais	Muito grandes	Muitos grandes	Grandes
Representantes de acionistas minoritários	Muito pequenas	Moderadas	Moderadas	Muito pequenas	Pequenas
Independentes	Grandes	Moderadas	Moderada-grande	Muito grandes	Moderadas

Os gestores 2, 4 e 5 enfatizam que os conselheiros independentes, indicados pelo acionista majoritário, podem se aproximar, em grande medida, dos representantes do majoritário

### 3. ÁREA DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES

- ❑ A área de RI é relevante, devendo manter-se como um *canal ético* de informações com os acionistas minoritários, os quais deverão ter em mente as restrições e limitações naturais do profissional de RI. As informações devem ser repassadas de forma clara e fundamentada (gestor 1)
- ❑ A área de RI assemelha-se a um *esquema para ressaltar os pontos positivos da empresa*. É um *canal* para manifestações, mas não é o mais adequado (gestor 2)
- ❑ A área de RI deve atender a todos, tratar a todos com isonomia, usando a linguagem apropriada a cada perfil, pois atende a investidores, analistas, gestores etc. O profissional de RI faz *papel de mão-dupla* e, com o tempo, torna-se uma espécie de *defensor dos agentes externos* (e não apenas dos investidores) – um *quase advogado* dos mesmos dentro da companhia (gestor 3)
- ❑ A área de RI é o *caminho mais próximo para o minoritário chegar ao majoritário*. O nível de comprometimento da administração da empresa é demonstrado através dessa área (gestor 4)
- ❑ A área de RI é fundamental. É onde o minoritário pode levar suas queixas, seus comentários. O profissional de RI atua como um *ombudsman*, recebendo informações dos acionistas e repassando-as internamente. A área de RI é um espaço ainda mais importante do que as AG's, no sentido de levar os interesses e anseios dos minoritários à *cúpula*. A criação dessa área foi um grande avanço. Várias empresas abertas são *abertas* só de nome. O diretor de RI tem diversas atividades paralelas, as quais prioriza. Isso pode ocorrer, conforme o tamanho da companhia (gestor 5)

### 4. DIMENSÕES RELEVANTES DO SDE

	Nível de Importância					Nível de Interesse				
	Gestor 1	Gestor 2	Gestor 3	Gestor 4	Gestor 5	Gestor 1	Gestor 2	Gestor 3	Gestor 4	Gestor 5
Estratégia	6	7	7	6	6	6	7	7	6	5
Estrutura	5	7	5	6	4	3	7	4	6	3
Processos	4	7	5	6	5	3	7	4	7	4
Pessoas	6	7	5	7	6	5	7	6	7	5
Recompensas	5	7	4	6	4	5	7	6	7	3

1-Importância nula; 2-Importância muito pequena; 3-Importância pequena; 4-Importância moderada; 5-Importância grande; 6-Importância muito grande; 7-Importância excepcional. Requisitos de apreciação similares foram apresentados aos entrevistados relativamente ao nível de interesse, enquanto gestores de portfólio

Figura 2 - Gestores de portfólio: questões comuns (continua)



## 5. PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

### *Código de governança corporativa*

- ❑ A adoção do *código* conferiria maior conforto aos acionistas minoritários, o mercado conheceria antecipadamente compromissos assumidos pela companhia (gestor 1)
- ❑ Com a *Cartilha da CVM*, a governança corporativa das companhias seria avaliada com base em previsões e suposições objetivas, inerentes às operações das empresas (gestor 2)
- ❑ A prática é de grande relevância e interesse, porque uma boa governança corporativa dá credibilidade à empresa e segurança aos investidores (gestor 3)
- ❑ A adoção demonstra a boa intenção, o compromisso com o mais correto, com um maior nível de informação, com a regularidade das informações e muito mais (gestor 4)
- ❑ Quanto mais mecanismos de abertura e transparência, melhor (gestor 5)

### *Blindagem do SDE*

- ❑ Poder-se-ia pensar em um critério do tipo *quarentena* para profissionais ocupantes de determinados cargos no setor privado, como ocorre no setor público (gestor 1)
- ❑ O *plano de longo prazo* é um *mecanismo de blindagem* e só deve ser mudado se os resultados não forem alcançados. O executivo-chefe deve observar o *plano* (gestor 2)
- ❑ Os estudos e decisões estratégicas das empresas têm que ser protegidos, principalmente por causa da concorrência, e devem ter o momento próprio de serem divulgados. Além disso, talvez possa existir um artigo no *estatuto* determinando que os cargos de comando da empresa sejam ocupados por profissionais com experiência comprovada na área em que atuarão (gestor 3)
- ❑ É difícil *blindar* totalmente o SDE diante de uma troca de comando. Decisões são tomadas por pessoas, formadores de opiniões que, apesar de estarem comprometidos com o bom desempenho da empresa, têm pontos de vista e maneira de agir distintos. Ao mesmo tempo, *pilares* sólidos poderão ser construídos e melhorados diante de uma mudança de comando. Por exemplo, se a empresa dispõe de um *plano estratégico* bem elaborado, bem definido e fundamentado, eventuais transtornos de uma mudança de comando serão minorados (gestor 4)
- ❑ A prática é questionável, às vezes a empresa não está dando certo. A *blindagem* pode dificultar mudanças que podem ser boas (gestor 5)

### *Agenda de consenso formal entre conselheiros*

- ❑ É questionável, pois o acionista majoritário tenderia, naturalmente, a proteger seus interesses estratégicos (gestor 1)
- ❑ Seria possível criar um pacto formal entre conselheiros, objetivando estabelecer regras de decisão que sejam de interesse de todos os acionistas, desde que isso esteja atrelado à observância da *Cartilha da CVM*, e ainda, que vigore o conceito de *igualdade* entre todos os conselheiros (gestor 2)
- ❑ A prática não é factível. Deve-se buscar uma boa governança corporativa (o que não tem uma regra definida), implantada em etapas e cuja evolução seja acompanhada (gestor 3)
- ❑ É o *sonho* de todo acionista minoritário; automaticamente, o incluiria no processo decisório da empresa. No que concerne à operacionalização, se o objetivo das partes – o sucesso da companhia – for perseguido, já se estará trabalhando de forma consensual. No âmbito do conselho de administração, tal *agenda* é factível, desde que seja formal e elaborada em torno de alguns pontos específicos de consenso; o consenso em torno de todas as questões seria inviável (gestor 4)
- ❑ A prática é questionável, o consenso deve ser precedido pelo debate. Pode-se até ceder, em função das condições de decisão do momento, mas a discussão é relevante (gestor 5)

### *Exercício da presidência do conselho de administração e presidência executiva por pessoas distintas*

- ❑ Não afeta a influência dos minoritários sobre o SDE: os dois profissionais estarão sintonizados com o majoritário. Mas o fato de serem pessoas diferentes pode facilitar o diálogo e descentralizar a informação, dando à mesma maior clareza e consistência (gestor 1)
- ❑ Seria uma forma de profissionalizar a empresa, mas o acionista minoritário continuaria excluído das decisões estratégicas (gestor 2)
- ❑ Não há correlação entre a prática e o aumento da influência de acionistas minoritários no SDE. Para empresas menores, o exercício dos cargos pela mesma pessoa pode até ser um arranjo válido, mas essa não deve ser vista como uma posição *fechada* (gestor 3)
- ❑ O trabalho entre as duas instâncias deve ser conjugado para convergir ao mesmo objetivo, mas isso em nada facilitaria ou dificultaria a ação do acionista minoritário (gestor 4)
- ❑ É indubitável que concentrar ambas as posições em uma única pessoa é produzir grande concentração de poder, seria uma espécie de *ditadura*. O conselho de administração e a diretoria têm *papéis* diferentes. A distribuição de poder seria boa para os acionistas minoritários (gestor 5)

Figura 2 - Gestores de portfólio: questões comuns (continua)

### **Rating de governança corporativa**

- ❑ O *rating* seria muito importante, mas como uma ferramenta adicional (gestor 1)
- ❑ O *rating* seria importantíssimo; investidores e empresas seriam beneficiados. Os investidores correriam apenas os riscos inerentes ao negócio da empresa e não riscos de fraudes, minimizando probabilidades de erro na análise e aumentando a segurança do portfólio. Empresas bem avaliadas teriam custo de capital menor e ações melhor cotadas (gestor 2)
- ❑ O *rating* teria uma importância excepcional (gestor 3)
- ❑ O *rating* seria importante, um instrumento adicional a favor dos minoritários, mas deve ser visto com ressalvas. Seria feito por analistas do mercado, os quais podem produzir classificações que colidam com as recomendações de outros analistas do mercado. Se estiver em desacordo com a recomendação apresentada por um analista, deve-se avaliar em profundidade as causas. Mas a melhor sinalização pode não ser aquela associada ao *rating*. Os critérios de elaboração do *rating* podem não ser os mais adequados (gestor 4)
- ❑ O *rating* seria importante, um instrumento de ajuda para o investidor. Mas não deve ser visto como uma *panacéia*, pois não resolveria todos os problemas. Quais seriam os critérios adotados pela *agência de rating*? Talvez esses critérios não sejam bons para o investidor. Algumas companhias podem ter *segredos corporativos*, cuja revelação para a concorrência não poderia ser feita. Como as *agências de rating* tratariam uma situação como essa? Tal empresa seria penalizada, por ter maior capacidade de criação de *capital intelectual*? (gestor 5)

### **6. TRANSPARÊNCIA INFORMACIONAL**

#### **Disponibilização de informações pelas companhias abertas, relativamente às formas como são tomadas as decisões estratégicas.**

- ❑ A disponibilização de informações é apenas mediana, na maior parte dos casos, o cumprimento de uma obrigação formal. A melhoria do aspecto informacional da governança corporativa poderia ser obtida através de atos regulatórios e/ou legislativos, e ainda, de *rating* de ações (gestor 1)
- ❑ A grande maioria das empresas brasileiras não disponibiliza informações suficientes aos minoritários sobre as questões de interesse dos mesmos. O *ativismo* dos investidores é importante, especialmente dos *investidores institucionais*, que devem cobrar maior nível de informação, pois a *Lei das SA's* admite subjetividades (gestor 2)
- ❑ Em geral, tal disponibilização não é satisfatória, sendo uma possível causa disso a crise do mercado de capitais, com baixíssimos volumes/emissão de ações (gestor 3)
- ❑ A pauta de decisões dos conselhos contempla assuntos de exaustivas discussões que, quase sempre, não são do conhecimento dos minoritários (gestor 4)
- ❑ As companhias não disponibilizam satisfatoriamente informações sobre como as decisões são tomadas. Apenas as informações legais e obrigatórias são repassadas ao mercado; o acionista vê, no máximo, uma *ata*; vê a empresa *de longe*, sem realmente saber o que se passa dentro da mesma (gestor 5)

#### **Compatibilização entre transparência informacional e a proteção de informações consideradas estratégicas pela companhia**

- ❑ Determinadas questões estratégicas devem estar sob sigilo, mas os acionistas minoritários deveriam ser informados com clareza acerca de planos que possam afetar o valor da empresa. Se isso não for possível, a proteção dos mesmos advirá do direito de se desfazer de sua participação na companhia, via mercado de capitais (negociação em *bolsa de valores*), direito de recesso ou *tag along* em caso de venda do *controle da companhia* (gestor 1)
- ❑ A transparência de informações deve ser sobre *qual* o caminho a percorrer e não sobre *como* percorrê-lo. As *grandes linhas* da gestão não devem ser ocultados do mercado (gestor 2)
- ❑ Este é um grande problema; transparência não quer dizer abertura total das informações da empresa (gestor 3)
- ❑ Tal compatibilização é simples: ser transparente não significa disponibilizar informações cuja externalização seja prejudicial ao desempenho da empresa. Ao acionista minoritário, interessa o sucesso da empresa, a criação de valor e um retorno garantido. Empresa bem administrada é sinônimo de acionista minoritário satisfeito (gestor 4)
- ❑ As informações efetivamente estratégicas, que precisam ser ocultadas da concorrência, não podem ser divulgadas. O acionista minoritário tem que conviver com isso. A solução é escolher bons representantes dos seus interesses (gestor 5)

#### **Implantação das 60 práticas de governança corporativa por nove companhias abertas**

- ❑ Não respondida; há grandes dúvidas ou desconhecimento a respeito (gestores 1, 4 e 5)
- ❑ Constatam-se: 1. não foi possível associar a grande maioria das práticas às nove companhias; 2. o BANCO ITAÚ apresenta o maior número de práticas implantadas (13 – vértice estratégia, 1, 2, 4, 6, 8 e 9, vértice estrutura, 7, 8, 10, 11, vértice processos, 4, 6 e 7) e 7 não implantadas (vértice estratégia, 7, 10 e 11, vértice pessoas, 9 a 12); há grande desconhecimento com respeito à adoção da maior parte das práticas pela organização. A COMPANHIA X não implantou 31 práticas (gestor 2)
- ❑ Cada companhia implantou, seguramente, 10 práticas do total de 60 práticas avaliadas (vértice estratégia, 4, 8 e 9, vértice processos, 5 e 8, vértice pessoas, 1, 2, 6, 7 e 9) (gestor 3)

Figura 2 - Gestores de portfólio: questões comuns (continua)

### Conhecimento que o mercado deveria ter sobre a implantação das 60 práticas supracitadas por companhias abertas

- Não há opinião formada a respeito (gestor 1)
- O mercado deveria conhecer todas as 60 práticas relacionadas (gestor 2)
- A relação de práticas é bem detalhada, o que dificulta o seu acompanhamento pelos gestores de portfólio. Para os analistas do mercado de capitais que assessoram os gestores, diversas práticas ali indicadas podem ser válidas, mas a definição quanto às mesmas exigiria estudos mais aprofundados. O mercado brasileiro não tem cultura de grande aprofundamento nas práticas de governança corporativa das companhias (gestor 3)
- Todas as práticas deveriam ser divulgadas, seriam úteis para os analistas do mercado de capitais, os quais necessitam conhecer as companhias com maior nível de profundidade. O gestor de portfólio já recebe as informações consolidadas (gestor 4)
- Dentre as 60 práticas, 16 (26,7%) deveriam ser conhecidas pelo mercado (gestor 5 – detalhamento no APÊNDICE I)

### 7. LEGISLAÇÃO, REGULAMENTAÇÃO E DEMOCRATIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

#### Legislação e regulamentação do mercado

- A auto-regulação é a solução desejável para o mercado de capitais, enquanto fonte efetiva de financiamento. Companhias sem boas práticas de governança corporativa seriam penalizadas por apresentarem maior risco, cobrando-se das mesmas taxas de juros maiores para a captação de recursos financeiros. O arcabouço legal e a fiscalização sistemática da CVM são relevantes (gestor 1)
- A legislação brasileira, em muitos aspectos, é boa. O problema não é a qualidade da lei, mas seu cumprimento (*enforcement*). A justiça no País necessita melhorar. O *ativismo* dos investidores é importante (gestor 2)
- A recente reforma da *Lei das SAs* não acrescentou nada de relevante para os minoritários. O que houve de mais importante foi a criação, pela BOVESPA, dos níveis de registro das empresas; ou seja, o mercado atuou como legislador pela falta de percepção de *Poder Legislativo*, talvez influenciado pelo Governo e representantes dos controladores das empresas. A criação do *Novo Mercado* e dos *Níveis 1 e 2 de governança corporativa* pela BOVESPA tem maior importância do que a reforma da *Lei das SA's* (gestor 3)
- Quanto menor a interferência legislativa no que concerne à construção de sistemas de decisões estratégicas, melhor (gestor 4)
- A legislação tem falhas. A CVM tem sido razoavelmente atuante e tem suprido, em parte, as insuficiências da *Lei das SA's*, objetivando cobrir lacunas legais (gestor 5)

#### Democratização do mercado

- Tal democratização depende de aspectos como: 1. segurança do investidor; 2. confiabilidade da gestão das companhias abertas; 3. liquidez das ações em *bolsa de valores* (no sentido da facilidade de sua negociação em *bolsa*); 4. transparência informacional das companhias; 5. criação de programa de difusão do mercado junto às empresas e à população, demonstrando que é opção segura, rentável e transparente para opções de investimento de longo prazo (gestor 1)
- Para uma maior democratização do mercado de capitais nacional, dever-se-ia ter, principalmente: 1. criação de tribunais especiais para julgar casos específicos do mercado de capitais; 2. impedimento de instituições financeiras administrarem recursos de terceiros, em função do *conflito de interesses*, já que tais instituições dificilmente se posicionarão contra decisões de empresas que sejam suas clientes em outra área de negócios; 3. possibilidade de que os acionistas minoritários aprovem ou não o *balanço* das empresas; 4. mudança de cultura no Brasil, pois muitos empresários brasileiros ainda rejeitam a opção de terem sócios. Tal *patrimonialismo* (herdado dos portugueses) dificulta o desenvolvimento do mercado de capitais. As condições macroeconômicas adversas não são como um *entrave* sério ao desenvolvimento do mercado de capitais nacional, o aspecto cultural é mais sério. Se houver redução das taxas de juros da economia, muitas pessoas contrairão empréstimos bancários, ao invés de aplicarem no mercado (gestor 2)
- Devem-se destacar o trabalho da BOVESPA junto aos sindicatos e à sociedade em geral e, principalmente, a continuidade da estabilidade econômica e a queda dos juros (gestor 3)
- A democratização do mercado de capitais está condicionada a uma melhoria considerável da distribuição da renda nacional. A atual concentração *aniquila* o mercado (gestor 4)
- A BOVESPA tem *lutado* para popularizar o mercado de ações. Mas isso é insuficiente. Sem incentivos governamentais - redução de imposto de renda, uso do FGTS para comprar ações e outros - torna-se difícil democratizar o mercado. As condições macroeconômicas também são relevantes, é necessário melhorar a economia. Com estagnação, juros altos e falta de emprego, não é possível desenvolver o mercado de capitais (gestor 5)

Figura 2 - Gestores de portfólio: questões comuns (conclusão)

**APÊNDICE F – ORGANIZAÇÃO DAS ENTREVISTAS COM OS ACIONISTAS MINORITÁRIOS INDIVIDUAIS**

<b>CONJUNTO DE ENTREVISTADOS</b>	<b>DECISÃO DE INVESTIR NO MERCADO</b>	<b>FORMA DE REALIZ. DE INVESTIMENTOS</b>	<b>MECANISMOS PARA DECISÕES DE INVEST</b>	<b>MODUS OPERANDI DO INVESTIDOR</b>	<b>PERFIL DO INVESTIDOR</b>
Acionista 1 (Economista)	Maior remuneração do capital. Investe há três anos	Inicialmente, corretora de valores mobiliários. Atualmente, <i>home broker</i>	Sugestões de especialistas em ações. O banco em que a mesma é correntista oferece aconselhamento	Curto prazo, objetivando aproveitar oscilações de preços de ações	Moderado. A investidora admite assumir alguns riscos sem comprometer seriamente o patrimônio
Acionista 2 (Engenheiro e Físico)	Maior remuneração do capital. Investe há um ano	<i>Home broker</i>	Análise gráfica de cotação de ações	Curto prazo, objetivando aproveitar oscilações de preços de ações	Moderado. O investidor admite assumir alguns riscos sem comprometer seriamente o patrimônio
Acionista 3 (Engenheiro)	Maior remuneração do capital em relação à renda fixa. Investe há 12 anos	Corretora	Análise gráfica, análise fundamentalista desenvolvida por <i>experts</i> e sugestões de <i>experts</i>	Curto prazo, objetivando aproveitar oscilações de preços de ações.	Moderado. O investidor admite assumir alguns riscos sem comprometer seriamente o patrimônio
Acionista 4 (Economista)	Interessa-se pelo assunto desde os tempos de colégio e tem estudado o mesmo ao longo dos anos. Deseja aumentar o seu patrimônio. Investe há três anos	<i>Home broker</i>	Análise gráfica, fundamentalista desenvolvida por <i>experts</i> , informações sobre as companhias abertas, sugestões de <i>experts</i> e percepção ( <i>feeling</i> )	Curto prazo, objetivando aproveitar oscilações de preços de ações	Arrojado. O investidor prefere assumir maiores riscos, objetivando obter maiores retornos
Acionista 5 (Economista e Administrador)	Maior remuneração do capital. Investe há cerca de 20 anos	Corretora; tem um relacionamento comercial de longo prazo com o corretor	Informações disponibilizadas na mídia sobre companhias abertas e sugestões de <i>experts</i>	Curto prazo, objetivando aproveitar oscilações de preços de ações	Moderado. O investidor admite assumir alguns riscos sem comprometer seriamente o patrimônio
Acionista 6 (Engenheiro)	Maior remuneração do capital. Investe há cinco anos	Inicialmente, via <i>internet</i> . Atualmente, via corretora	Análise gráfica e sugestões de corretores e outros <i>experts</i>	Curto prazo, objetivando aproveitar oscilações de preços de ações	Conservador. O investidor prefere assumir menores riscos, mesmo obtendo menores retornos
Acionista 7 (Administrador)	Sempre se interessou em acompanhar cotações e histórias subjacentes. Vislumbrou ainda a oportunidade de maior rentabilidade para o capital. Investe há cerca de 14 anos	Corretora e <i>home broker</i>	Análise gráfica, fundamentalista desenvolvida por <i>experts</i> , informações sobre as companhias abertas, sugestões de <i>experts</i> e percepção ( <i>feeling</i> )	Curto, médio e longo prazos, conforme o ativo	Moderado para alguns investimentos e arrojado para outros  Investe em ações e em alguns derivativos como as opções de ações

Figura 1 - Acionistas minoritários individuais: questões específicas

## 1. ASSEMBLÉIA GERAL DE ACIONISTAS

Não freqüentou ou freqüenta AG's. Manifesta alguma curiosidade a respeito das mesmas (acionistas 1, 4 e 7)

Não freqüentou ou freqüenta, não se considera informado para opinar e não se interessa pelo assunto (acionistas 2 e 3)

Não costuma freqüentar AG's, restringindo-se a ler as *atas* das AG's publicadas junto à CVM (acionista 5)

Não freqüentou ou freqüenta AG's, sentindo-se intimidado em freqüentar tal *forum*, por ser um pequeno acionista. O sentimento é de não ter representatividade (acionista 6)

## 2. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

### Dinâmica de funcionamento

Não acompanhou ou acompanha reuniões de conselhos e não se considera informada(o) para opinar. Manifesta curiosidade a respeito das reuniões do conselho (acionistas 1 e 4)

Não acompanhou ou acompanha reuniões de conselhos, não se considera informado para opinar e não se interessa pelo assunto (acionistas 2 e 3)

Costuma acompanhar as resoluções dos conselhos de administração das empresas em cujas ações investe, por meio da leitura de *atas*. Entende que os *calendários de governança corporativa* enviados à CVM facilitam o acompanhamento, pelos acionistas minoritários, das decisões do conselho de administração (acionista 5)

Não acompanha as reuniões de conselhos de administração, mas tem interesse em fazê-lo, através da leitura de *atas* (acionista 6)

Quando há perspectiva de um acontecimento importante na companhia, acompanha diretamente as informações no *site* da mesma, no *site* da BOVESPA e em outros *forums*. Não lê *atas* de reuniões do conselho (acionista 7)

### Medidas para confortar minoritários sobre decisões tomadas pelo conselho

Não soube responder e não se interessa pelo assunto (acionistas 1 e 3)

Padrões contábeis norte-americanos. Quando as companhias respeitam elevados padrões de prestação de informações, atestam compromisso com a seriedade. Ademais, conferem aos investidores o conforto de que não estarão propensas à falência (acionista 2)

Há falta de experiência no assunto. Talvez a inclusão de algum item no relatório anual da empresa ou a criação de outro tipo de relatório resumindo o processo de tomada de decisões da empresa possam garantir mais conforto aos acionistas minoritários (acionista 4)

Atualmente, como a maioria das grandes empresas aderiu ao *modelo de governança corporativa*, muito pouco pode ser melhorado. A *política de divulgação* de informações de forma antecipada (datas e principais assuntos) facilita, de forma ímpar, o acompanhamento das companhias (acionista 5)

Gostaria que as informações sobre as reuniões fossem disponibilizadas via *internet* (acionista 6)

É cético em relação à governança corporativa, acreditando que poucas empresas praticam e que ninguém quer entregar ao coletivo a vantagem individual do *insider*. A CVM e órgãos reguladores têm o *papel* de tornar as informações mais abertas (acionista 7)

### Como os conselheiros podem tomar melhores decisões para todos os acionistas

Não soube responder e não se interessa pelo assunto (acionistas 1 a 3)

Não teve sugestões a respeito (acionista 4)

Há duas situações a serem consideradas. Em primeiro lugar, há companhias em que existe interveniência dos governos como acionistas majoritários. Nesses casos, o poder de decisão dos conselheiros fica restrito ao voto do acionista majoritário. Em algumas situações, a decisão do majoritário *ferre* os interesses dos minoritários. Não existe, nessa estrutura, uma atuação dos membros do conselho que possa beneficiar o acionista minoritário. Numa segunda situação, com o capital completamente *pulverizado*, se o conselho tiver uma visão global, ou melhor, de interesse comum ao mercado, poderia discutir em *fórum* as melhores alternativas da companhia, visando agregar valor ao acionista (acionista 5)

Os interesses do acionista majoritário são quase sempre diferentes dos interesses dos minoritários. Entretanto, a convergência pelo fator lucro é universal. As decisões deverão ser tomadas sempre para garantir a rentabilidade do patrimônio do minoritário (acionista 6)

Não soube responder (acionista 7)

Figura 2 – Acionistas minoritários individuais: questões comuns (continua)

**Possibilidades de influência de conselheiros representantes do acionista majoritário, conselheiros representantes de acionistas minoritários e conselheiros independentes no SDE**

Conselheiros	Acionista 1	Acionista 2	Acionista 3	Acionista 4	Acionista 5	Acionista 6	Acionista 7 (**)
Representantes do acionista majoritário	Grandes	Grandes	Nulas	Grandes	Muito pequenas	Moderadas	Pequenas
Representantes de acionistas minoritários	Muito pequenas	Muito pequenas	Muito grandes	Moderadas	Nulas	Moderadas	Pequenas
Independentes	Grandes (*)	Muito pequenas	Muito grandes	Grandes	Pequenas	Muito grandes	Pequenas

(\*) Vinculadas ao conselheiro ter conexões com a imprensa e com o mercado de capitais

(\*\*) O acionista majoritário determina as regras

**3. ÁREA DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES**

Nunca teve a necessidade de recorrer à mesma, por investir no curto prazo, e não se interessa pelo assunto (acionista 1)

Recorreu à área de RI em duas grandes companhias abertas distintas (uma empresa estatal e uma empresa privada) e não foi atendido satisfatoriamente. Em uma das companhias, chegou a ser maltratado. A partir de então, desistiu de tentar contatos (acionista 2)

Se for levada a sério, tal área pode dar maior transparência à empresa (acionista 3)

É o melhor *canal de comunicação* entre acionistas e a empresa, quando a empresa concede a devida importância aos acionistas minoritários (acionista 4)

Principalmente após o *advento da governança corporativa*, as áreas de RI passaram a ter relevância como *porta-vozes* dos acionistas minoritários (acionista 5, que é profissional de RI)

Muito importante na divulgação das informações do que vai ser discutido e que foi decidido nas reuniões do conselho (acionista 6)

Já entrou em contato com algumas, considerando-as generalistas. Não há intenção de repartir informações com o minoritário (*outsider*). As pessoas são até educadas em responder, mas têm limites delimitados pelos controladores (acionista 7)

**4. DIMENSÕES RELEVANTES DO SDE**

	Nível de Importância							Nível de Interesse						
	Acion 1	Acion 2	Acion 3	Acion 4	Acion 5	Acion 6	Acion 7	Acion 1	Acion 2	Acion 3	Acion 4	Acion 5	Acion 6	Acion 7
Estratégia	6	6	7	6	7	7	4	1	2	1	5	7	7	4
Estrutura	6	4	6	4	4	7	3	1	2	1	3	5	3	4
Processos	6	5	6	5	6	7	3	1	2	1	4	5	3	4
Pessoas	6	5	7	7	6	7	5	1	1	1	7	5	4	4
Recompensas	6	4	7	3	5	6	3	1	2	1	6	5	4	4

1-Importância nula; 2-Importância muito pequena; 3-Importância pequena; 4-Importância moderada; 5-Importância grande; 6-Importância muito grande; 7-Importância excepcional  
Requisitos de apreciação similares foram apresentados aos entrevistados relativamente ao nível de interesse, enquanto acionistas minoritários

Figura 2 – Acionistas minoritários individuais: questões comuns (continua)

## 5. DIMENSÕES RELEVANTES DO SDE

### **Código de governança corporativa**

Não se interessa pelo assunto (acionista 1)

A adoção de *código* é relevante e ajuda na decisão de compra de ações da companhia. Sinaliza aos investidores compromisso com seriedade (acionista 2)

Não lê e não se interessa diretamente pelos atos da *cúpula* das empresas, mas a adesão a níveis mais elevados de governança corporativa (estabelecidos pela BOVESPA) e a adoção de um *código de governança corporativa* sinalizariam seriedade (acionista 3)

A adoção de um *código* dessa natureza é relevante e seria de interesse na hora de escolher algum ativo com o objetivo de obtenção de rentabilidade a longo prazo (acionista 4)

É relevante, bem como o *calendário de governança corporativa*, em que o investidor tem uma visão global das deliberações a serem propostas pela companhia no exercício (acionista 5).

A adoção do *código de governança corporativa* seria importante, mas não afetaria as decisões de investimento (acionista 6)

É cético, pode melhorar muito pouco. O que conhece da relação da direção da *SA's* com pequenos ou potenciais acionistas é a manipulação de informações que sairão nos jornais (acionista 7)

### **Blindagem do SDE**

Não soube responder e não se interessa pelo assunto (acionistas 1 e 3)

Não se interessa pelo assunto. No caso de companhias realmente sólidas e sérias, pode haver alguma instabilidade durante períodos de transição; depois, a situação retorna a um ritmo normal (acionista 2)

A prática seria definitivamente interessante. Mas não há sugestão a respeito (acionista 4)

Tal abordagem seria muito difícil, tendo em vista que as companhias têm aderido ao *Nível 1* de governança corporativa (BOVESPA). Poderia vir a ser interessante se as empresas aderissem ao *Nível 2*, o que é pouco viável (acionista 5)

Tal proteção seria de interesse. Não sabe como seria feita (acionista 6)

Considera difícil a perpetuação das práticas, ficando a salvo das mudanças de comando. São corporações, mas no comando são pessoas, com opiniões diferentes e divergentes (acionista 7)

### **Agenda de consenso formal entre conselheiros**

Não soube responder e não se interessa pelo assunto (acionistas 1 a 3)

Não soube responder (acionista 4)

É improvável. Se porventura fosse implementada, não atenderia de forma plena aos acionistas minoritários. Não tem visto de forma plena, em anos de convívio com o mercado de capitais, conselhos que se preocupem com os acionistas minoritários. Acredita que a prática poderia ser mais eficiente se os capitais estivessem *completamente* pulverizados (acionista 5)

Tal *agenda* seria de interesse. Seria factível estabelecer um *termo de ajustamento de conduta* ou algo similar entre os conselheiros (acionista 6)

É cético, acreditando em uma postura mais individualista das pessoas (acionista 7)

### **Exercício da presidência do conselho de administração e da presidência executiva por pessoas distintas**

Não soube responder e não se interessa pelo assunto (acionistas 1 e 2)

Ambos representam os acionistas majoritários (acionista 3)

Não soube responder (acionista 4)

Somente poderia acontecer se existissem associações de minoritários que conseguissem algum assento nos respectivos conselhos. É improvável que os acionistas minoritários possam exercer influência no SDE das empresas (acionista 5)

A prática não necessariamente implica em maior influência dos acionistas minoritários sobre o SDE. Depende do perfil de cada administrador (acionista 6)

Para os minoritários, isso não afeta. *Independentemente* das pessoas que estão na *cabeça* da organização, elas sempre reservarão informações relevantes para o mínimo possível de pessoas. Um funcionário médio, mas atento, tem mais acesso aos planos que um acionista minoritário (acionista 7)

Figura 2 - Acionistas minoritários individuais: questões comuns (continua)

**Rating de governança corporativa**

O *rating* é importante e poderia afetar seus investimentos, em função da menor liquidez que teriam ações de companhias com pior avaliação: a circulação dessas ações seria mais difícil e isso afastaria os investidores das respectivas companhias (acionista 1)

O *rating* é muito importante. Sinalizaria aos investidores compromisso com seriedade e seria considerado em decisões de investimento em ações (acionista 2)

O *rating* é importante. A adesão a padrões informacionais elevados, a *códigos de governança corporativa* e o *rating* sinalizariam aos investidores compromisso com seriedade e seriam considerados em decisões de investimento (acionista 3)

O *rating* é importante (acionista 4)

O *rating*, desde que bem feito, tem uma importância excepcional (acionista 5)

O *rating* tem uma importância excepcional (acionista 6)

**6. TRANSPARÊNCIA INFORMACIONAL****Disponibilização de informações pelas companhias abertas, relativamente às formas como são tomadas as decisões estratégicas.**

Não soube responder e não se interessa pelo assunto (acionistas 1 e 3)

Interessa-se moderadamente. Sente falta de avisos por parte das companhias sobre *grandes acordos* ou pagamentos - eventos que impactariam diretamente e imediatamente (e normalmente, de forma transitória) o valor das ações (acionista 2)

Seria interessante. Se, por exemplo, no relatório anual da empresa ou em outro tipo de relatório fosse descrita, de forma sucinta, a forma como são tomadas as decisões estratégicas da empresa, isso facilitaria ao acionista minoritário distinguir informações relevantes das menos relevantes – boatos (acionista 4)

Tendo em vista a pouca atuação de organizações que representem essa condição, cumpre ao minoritário restringir-se às informações divulgadas pela CVM das deliberações do conselho de administração e, após isso, verificar se a tomada de decisão afetará ou não o investimento em ações (acionista 5)

O interesse pelas informações em questão é moderado (acionista 6)

O interesse seria muito grande, mas não acredita que teria em mãos uma informação relevante que possa impactar fortemente os preços das ações, para cima ou para baixo (acionista 7)

**Compatibilização entre transparência informacional e a proteção de informações consideradas estratégicas pela companhia**

Não soube responder e não se interessa pelo assunto (acionistas 1 e 3)

Não soube responder. As companhias divulgam somente o que lhes interessa. As informações de impacto no mercado são normalmente conhecidas após os preços as refletirem (acionista 2)

Não soube responder (acionista 4)

O próprio mercado regulariza quais informações são de âmbito público. Qualquer coisa que seja diferente disso caracterizaria *informação privilegiada*, o que normalmente surge no mercado de fontes que somente os corretores conhecem (acionista 5)

As informações confidenciais deverão ser dadas ao representante dos minoritários, o qual, através de poderes instituídos, trabalhará em prol dos interesses dos mesmos (acionista 6).

A precaução é tanta, que até informações não muito importantes ficam retidas na abrangência do *estratégico* (acionista 7)

**Implantação das 60 práticas de governança corporativa por nove companhias abertas / conhecimento que o mercado deveria ter sobre a implantação das 60 práticas**

Não soube responder e não se interessa pelo assunto (acionistas 1 a 3)

Não foi possível associar as práticas às nove companhias. Seria interessante conhecer 14 (23,3%) práticas (acionista 4, detalhamento no APÊNDICE I)

Foi possível associar um número reduzido de práticas a companhias. Seria interessante conhecer 36 (60%) práticas (acionista 5, detalhamento no APÊNDICE I)

Não soube responder (acionistas 6 e 7)

Figura 2 - Acionistas minoritários individuais: questões comuns (continua)



## 7. LEGISLAÇÃO, REGULAMENTAÇÃO E DEMOCRATIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

### Legislação e regulamentação do mercado

Não conhece e não se interessa pelo assunto (acionistas 1 e 3)

Não conhece, mas manifesta curiosidade em relação à legislação do mercado de capitais, com a única finalidade de conhecer melhor esse mercado (acionista 2).

Tem pouco conhecimento sobre tal legislação, mas tem interesse em conhecê-la melhor (acionista 4)

A legislação existente (criada a partir de 1976 e alterada 2001) ainda *peca* em muitos pontos, principalmente na defesa dos interesses dos acionistas minoritários. Existe, nesse sentido, um paradoxo: se a legislação fosse *paternal* em relação aos minoritários, será que eles se organizariam para exercer seus direitos junto às companhias? (acionista 5)

Tem um certo nível de informação (acionista 6)

Tem noções primárias (acionista 7)

### Democratização do mercado

As oscilações da economia afastam o público do mercado de capitais, pois as cotações das ações oscilam mais. A estabilidade macroeconômica seria importante para ajudar a democratização desse mercado (acionista 1)

A democratização do mercado está vinculada a fatores como a redução do imposto de renda sobre aplicações em ações e o aumento da divulgação do que é o mercado de capitais. Os brasileiros não sabem o que é esse mercado. Nos EUA, qualquer estudante sabe, aplica ou já aplicou em ações. As pessoas idosas também aplicam. No Brasil, só se reclama perda de dinheiro. O esclarecimento é relevante, há *muita má informação* sobre o mercado de capitais junto às pessoas (acionista 2)

Maior punição aos dirigentes e acionistas majoritários, quando ocorrerem atos lesivos aos minoritários, é um fator que contribui para a democratização do mercado (acionista 3)

A mídia deveria falar mais sobre o mercado de capitais. Existem programas específicos, mas quem assiste normalmente esses programas são pessoas que já participam no mercado. Por exemplo, se o *Jornal Nacional* ou algum outro jornal de grande audiência não se restringisse a falar simplesmente sobre o fechamento da cotação do IBOVESPA e aprofundasse um pouco mais a informação, mencionando os destaques de algumas das possíveis causas do movimento do dia, talvez as pessoas se interessassem mais em participar do mercado de capitais. *A propaganda é a alma do negócio* (acionista 4)

A BOVESPA tem se empenhado em divulgar o mercado de capitais, principalmente em escolas secundárias e de graduação superior. Uma maior publicidade e uma política de dividendos melhor explicitada ajudariam as empresas a democratizarem os seus capitais (acionista 5)

É necessário promover uma estabilidade maior da moeda, evitando variações abruptas do mercado (acionista 6)

É uma questão cultural. Cultura necessita de educação. O investimento em ação é considerado mais *jogo* que mercado. De certa forma, a *bolsa* é um *jogo*, é um *pôquer*, em que vale o *blefe*, a insinuação, o boato (nem todas as empresas são assim). Talvez pela cultura de inflação, é difícil para alguém entrar em um mercado em que o preço pode cair. As vezes, entra-se pela ilusão do ganho fácil. Mas o ganho fácil da sorte é *sugado* em proporção maior pela ignorância. Há também o emocional. Uma coisa é ter todas as informações e concluir que operação fazer. Outra coisa é executar a operação. Pior ainda, executá-la e ver que ela está indo contra os planos (acionista 7)

Figura 2 – Acionistas minoritários individuais: questões comuns (conclusão)

## APÊNDICE G

## PRINCIPAIS TRECHOS DA ENTREVISTA COM A ESPECIALISTA EM DIREITO SOCIETÁRIO (10/12/03)

1. **LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS (6.404, 15/12/76) E SUAS REVISÕES**
2. **CÂMARAS DE ARBITRAGEM**
3. **ATUAÇÃO DOS ESPECIALISTAS EM DIREITO SOCIETÁRIO OBJETIVANDO AMPLIAR A INFLUÊNCIA DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS NO SDE DAS COMPANHIAS ABERTAS, QUANDO SE CONSIDERAM:**  
  
**Acionistas minoritários especiais, com maior participação acionária, não signatários de *acordos de acionistas* (minorias qualificadas).  
Acionistas minoritários pulverizados pelo mercado de capitais.**
4. **MAIORES PROBLEMAS COM OS QUAIS OS ESPECIALISTAS EM DIREITO SOCIETÁRIO TÊM SE DEFRONTADO RELATIVOS AO RELACIONAMENTO *ACIONISTAS MINORITÁRIOS-ACIONISTAS MAJORITÁRIOS*. SOLUÇÕES**
5. **EVOLUÇÃO DA ADOÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA POR COMPANHIAS ABERTAS NO BRASIL**
6. **ASSEMBLÉIA GERAL DE ACIONISTAS**
7. **CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO**
8. **ÁREA DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES**
9. **DIMENSÕES RELEVANTES DO SDE**
10. **PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**
11. **TRANSPARÊNCIA INFORMACIONAL**
12. ***ACORDOS DE ACIONISTAS***
13. **LEGISLAÇÃO, REGULAMENTAÇÃO E DEMOCRATIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS**

## APÊNDICE G

### PRINCIPAIS TRECHOS DA ENTREVISTA COM A ESPECIALISTA EM DIREITO SOCIETÁRIO (10/12/03)

#### 1. **LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS (6.404, 15/12/76) E SUAS REVISÕES**

“No que concerne à proteção dos interesses dos acionistas minoritários, a *Lei das SA's* evoluiu bastante. Entretanto, ainda há muito mais a ser feito. Um exemplo disso é o *tag along*, que hoje é de apenas de 80%, e somente para os acionistas ordinários. A última revisão da *Lei das SA's* poderia ter ampliado ainda mais a defesa dos minoritários e não o fez, devido ao *lobby* dos empresários” (especialista em direito societário, 2003).

#### 2. **CÂMARAS DE ARBITRAGEM**

“A *arbitragem* é uma alternativa mais ágil e especializada que o *juízo estatal*. O judiciário brasileiro, além de demorado e cheio de recursos, carece de especialização. E quando o assunto envolve questões societárias, a dificuldade do judiciário é ainda maior. Nossos tribunais carecem de jurisprudência sobre o assunto. A experiência mostra que os acionistas minoritários raramente recorrem ao judiciário contra as decisões dos acionistas controladores.

A demora e o alto custo contribuem para a inércia dos minoritários (*vai dar tanto trabalho que o desgaste não compensa*). Nas *câmaras de arbitragem*, os árbitros são especialistas em direito societário e demais normas de mercado de capitais. Acredito que a possibilidade de recorrer à *arbitragem* irá aumentar as chances de os acionistas minoritários buscarem os seus direitos. E, conseqüentemente, aumentará o respeito pelos minoritários, uma vez que os controladores saberão que estarão sujeitos a questionamentos” (especialista em direito societário, 2003).

#### 3. **ATUAÇÃO DOS ESPECIALISTAS EM DIREITO SOCIETÁRIO OBJETIVANDO AMPLIAR A INFLUÊNCIA DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS NO SDE DAS COMPANHIAS ABERTAS, QUANDO SE CONSIDERAM:**

**Acionistas minoritários especiais, com maior participação acionária, não signatários de *acordos de acionistas* (minorias qualificadas).**

**Acionistas minoritários pulverizados pelo mercado de capitais.**

“Os especialistas em direito, além de contribuir para a discussão dos assuntos de interesse da sociedade como um todo, em relação aos acionistas minoritários em geral, têm atuado buscando o cumprimento dos dispositivos legais existentes, tais como a exigência de publicação de fato relevante, convocação de AG's, *quorum* de instalação e deliberação, direito de recesso. Especificamente quanto aos acionistas minoritários com maior participação acionária, os especialistas podem atuar no sentido de buscar o cumprimento da possibilidade do voto em separado, voto múltiplo (especialista em direito societário, 2003).

#### 4. MAIORES PROBLEMAS COM OS QUAIS OS ESPECIALISTAS EM DIREITO SOCIETÁRIO TÊM SE DEFRONTADO RELATIVOS AO RELACIONAMENTO *ACIONISTAS MINORITÁRIOS-ACIONISTAS MAJORITÁRIOS*. SOLUÇÕES

“Acredito que o maior problema encontrado é a utilização do direito de voto no interesse do acionista controlador, sem que seja dada a devida importância aos fins da companhia. Acho que o estabelecimento de *quoruns* qualificados nos *estatutos sociais* e nos *acordos de acionistas* ajudariam para que o acionista controlador leve em consideração as idéias dos minoritários na formulação de propostas” (especialista em direito societário, 2003).

#### 5. EVOLUÇÃO DA ADOÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA POR COMPANHIAS ABERTAS NO BRASIL

“Atualmente, cresceu a percepção de que o nosso mercado de capitais não irá *deslanchar* sem que a governança seja melhor definida em nossas leis, bem compreendida pelas entidades reguladoras e auto-reguladas e mais intensamente adotada em nossas empresas. As companhias brasileiras, premidas pela necessidade de captação de recursos financeiros a um custo razoável e cientes dos desafios impostos pela competição em nível global, começaram a adotar boas práticas de governança corporativa, de forma a agradar os investidores, de modo geral e, em particular, *institucionais*, brasileiros e estrangeiros, os quais não desejam apenas aplicar seus recursos em qualquer companhia, mas naquelas que contem com uma administração transparente e um bom relacionamento com os acionistas minoritários.

Os acionistas minoritários acabam sendo um dos maiores beneficiados por esse *movimento pela governança corporativa* e, apesar da governança corporativa não se limitar à proteção do acionista minoritário, tal finalidade tem sido uma das principais preocupações. Em companhias que não adotam práticas de governança corporativa, o *acordo de acionistas* é o mais importante, senão o único instrumento capaz de conferir maiores direitos aos minoritários. A vantagem dos *acordos de acionistas* é o estabelecimento de regras claras para compra e venda de ações, preferência para adquirir as ações, exercício do direito de voto ou do poder de controle. A desvantagem é que vinculam os votos dos conselheiros, o que pode provocar votos contrários aos interesses da companhia” (especialista em direito societário, 2003).

#### 6. ASSEMBLÉIA GERAL DE ACIONISTAS

“O que incentiva a participação dos minoritários em AG’s é a possibilidade de tomar conhecimento dos assuntos da companhia. O que não incentiva é a certeza que o minoritário tem de que, caso discorde de alguma decisão, nada poderá fazer” (especialista em direito societário, 2003).

#### 7. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

##### Dinâmica de funcionamento.

“Uma *política de divulgação* das decisões tomadas pelo conselho de administração facilita. O que dificulta é justamente não haver essa *política de divulgação*” (especialista em direito societário, 2003).

### Medidas para confortar minoritários sobre decisões tomadas pelo conselho

“Uma *política de divulgação*. Nessa divulgação, as decisões deveriam ser justificadas” (especialista em direito societário, 2003).

### Como os conselheiros podem tomar melhores decisões para todos os acionistas

“Acredito que os conselheiros serão livres para tomar melhores decisões estratégicas, que beneficiem os interesses de todos os acionistas, se seus votos não forem vinculados aos *acordos de acionistas*” (especialista em direito societário, 2003).

### Possibilidades de influência de conselheiros representantes do acionista majoritário, conselheiros representantes de acionistas minoritários e conselheiros independentes no SDE

Conselheiros	Possibilidades de Influência
Representantes do acionista majoritário	Grandes
Representantes de acionistas minoritários	Muito grandes
Independentes	Excepcionais

## 8. ÁREA DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES

“A existência dessa área na companhia é fundamental para que as informações relevantes sejam comunicadas de forma transparente e igualitária. As informações relevantes não podem ser restringidas aos investidores que tenham acesso aos administradores das companhias. É necessário que exista uma *política de divulgação* dessas informações” (especialista em direito societário, 2003).

## 9. DIMENSÕES RELEVANTES DO SDE

	Nível de Importância	Nível de Interesse
Estratégia	6	6
Estrutura	6	6
Processos	5	6
Pessoas	5	6
Recompensas	5	6

1-Importância nula; 2-Importância muito pequena; 3-Importância pequena; 4-Importância moderada; 5-Importância grande; 6-Importância muito grande; 7-Importância excepcional.

Requisitos de apreciação similares foram apresentados à entrevistada, relativamente ao nível de interesse, enquanto especialista em direito societário.

## 10. PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

### *Código de governança corporativa*

“Acredito ser muito relevante, uma vez que a adoção de um *código de governança corporativa* sinaliza a intenção de ser mais transparente e a preocupação com o acionista minoritário” (especialista em direito societário, 2003).

### *Blindagem do SDE*

“Não há como negar que a troca de comando na companhia causa, ou pode causar, uma grande alteração no sistema de decisões. Isso porque cada controlador pode ter uma idéia distinta sobre o que é o melhor para a companhia. Entretanto, acredito que a existência de um *business plan* – BP - cria uma certa proteção aos interesses da companhia. Ou seja, o BP serve de guia para as decisões estratégicas da companhia. Mas não basta a existência do BP, a sua alteração tem que ser por *quorum* qualificado; senão basta o controlador alterar o BP” (especialista em direito societário, 2003).

### *Agenda de consenso formal entre conselheiros*

“Acredito que sim. Bastaria que os membros do conselho de administração pactuassem que a aprovação dos assuntos deveria ser realizada pela unanimidade dos votos. Uma vez que todos buscam o melhor para a companhia, todos devem concordar com as decisões” (especialista em direito societário, 2003).

### **Exercício da presidência do conselho de administração e presidência executiva por pessoas distintas**

"Com o intuito de manter a independência e eliminar o *conflito de interesses* nos trabalhos do conselho de administração, os cargos de presidência do conselho de administração e presidência da diretoria executiva devem ser exercidos por pessoas distintas. Na verdade, todos os membros do conselho de administração devem manter-se independentes da diretoria executiva, uma vez que compete ao conselho de administração eleger e destituir os diretores, bem como fiscalizar e avaliar a gestão dos diretores” (especialista em direito societário, 2003).

### *Rating de governança corporativa*

A especialista atribui uma importância grande ao *rating*.

## 11. TRANSPARÊNCIA INFORMACIONAL

### **Disponibilização de informações pelas companhias abertas, relativamente às formas como são tomadas as decisões estratégicas.**

“Na verdade, não há interesse do controlador em tornar públicas a forma como as decisões são tomadas, uma vez que decisões podem ser tomadas em proveito próprio, e não da companhia” (especialista em direito societário, 2003).

### **Compatibilização entre transparência informacional e a proteção de informações consideradas estratégicas pela companhia**

“É necessário distinguir entre transparência e *full disclosure*. Ou seja, a administração da companhia deve ser transparente, mas atenta para não divulgar informações confidenciais” (especialista em direito societário, 2003).

### **Conhecimento que o mercado deveria ter sobre a implantação das 60 práticas de governança corporativa**

Dentre as 60 práticas avaliadas, a especialista indicou 14 práticas (23,3%), as quais, em sua perspectiva, o mercado deveria conhecer: três no vértice estratégia (1, 5 e 8), sete no vértice estrutura (1 a 6 e 8), duas no vértice processos (5 e 7), uma no vértice pessoas (1) e uma no vértice recompensas (9).

## 12. ACORDOS DE ACIONISTAS

### **Vantagens e desvantagens dos acordos de acionistas**

“Os *acordos de acionistas* possibilitam a fixação de *quorum* qualificado para determinadas matérias, bem como possibilitam aos acionistas minoritários integrantes do *acordo* negociar a indicação de representantes. Entretanto, verifica-se que o acionista majoritário dificilmente abre mão de seu poder de voto em prol dos acionistas minoritários<sup>91</sup>” (especialista em direito societário, 2003).

### **Chance de inclusão das 60 práticas de governança corporativa em acordos de acionistas**

Dentre as 60 práticas avaliadas, a especialista indicou 33 práticas (55,0%), as quais, em sua perspectiva, têm chance mínima de 50% de inclusão em *acordos de acionistas*: 12 no vértice estratégia (todas), 12 no vértice estrutura (todas), uma no vértice processos (1), quatro no vértice pessoas (1, 2, 10 e 12) e quatro no vértice recompensas (4, 5, 8 e 9).

---

<sup>91</sup> Ou seja, mesmo dentro do *acordo de acionistas*, o acionista que detem maior participação na propriedade possui maiores prerrogativas.

### 13. LEGISLAÇÃO, REGULAMENTAÇÃO E DEMOCRATIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

#### **Legislação e regulamentação do mercado**

“Acredito que a legislação pode contribuir para assegurar a participação dos minoritários nos órgãos de administração. Mas, acho que isso não significaria, necessariamente, a construção de sistemas de decisões estratégicas robustos, uma vez que os administradores indicados pelos minoritários podem não ser eficientes” (especialista em direito societário, 2003).

#### **Democratização do mercado**

“Uma *política de distribuição de dividendos* mais estimulante ao investimento do cidadão comum. O cidadão brasileiro prefere investir suas economias na caderneta de poupança porque tem a certeza de que receberá a correção do seu dinheiro. Mas se fossem divulgadas *políticas de distribuição de dividendos* interessantes e, acima de tudo, confiáveis, tal comportamento poderia ser alterado” (especialista em direito societário, 2003).



## APÊNDICE H

### PRINCIPAIS TRECHOS DAS ENTREVISTAS COM EXECUTIVOS DE ORGANIZAÇÕES DO MERCADO

ANIMEC (27/11/03), APIMEC-MG (28/11/03, IBGC (28/11/03) E BOVESPA (02/12/03)<sup>92</sup>

- 1. ATUAÇÃO DA ENTIDADE OBJETIVANDO AMPLIAR A INFLUÊNCIA DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS NO SDE DAS COMPANHIAS ABERTAS**
- 2. MAIORES PROBLEMAS COM OS QUAIS A ENTIDADE TEM SE DEFRONTADO RELATIVOS AO RELACIONAMENTO *ACIONISTAS MINORITÁRIOS-ACIONISTAS MAJORITÁRIOS*. SOLUÇÕES**
- 3. VISÃO DA ENTIDADE QUANTO À EVOLUÇÃO DA ADOÇÃO DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA POR COMPANHIAS ABERTAS NO BRASIL, EM ESPECIAL NO QUE CONCERNE AO ATENDIMENTO DOS INTERESSES DE ACIONISTAS**
- 4. ASSEMBLÉIA GERAL DE ACIONISTAS**
- 5. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO**
- 6. ÁREA DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES**
- 7. DIMENSÕES RELEVANTES DO SDE**
- 8. PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**
- 9. TRANSPARÊNCIA INFORMACIONAL**
- 10. LEGISLAÇÃO, REGULAMENTAÇÃO E DEMOCRATIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS**

## APÊNDICE H

### PRINCIPAIS TRECHOS DAS ENTREVISTAS COM EXECUTIVOS DE ORGANIZAÇÕES DO MERCADO

ANIMEC (27/11/03), APIMEC-MG (28/11/03), IBGC (28/11/03) E BOVESPA (02/12/03)

#### 1. ATUAÇÃO DA ENTIDADE OBJETIVANDO AMPLIAR A INFLUÊNCIA DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS NO SDE DAS COMPANHIAS ABERTAS

“A ANIMEC é uma associação jovem, foi fundada em outubro de 1999, a partir de uma provocação do então presidente da CVM, Dr. Costa e Silva, que recebia várias instituições que se diziam representantes dos investidores não controladores. A CVM pediu que a defesa dos interesses desses investidores fosse centralizada em uma única entidade. E, assim, foi criada a ANIMEC. Nós não gostamos muito do termo *acionistas minoritários*. Na verdade, nós achamos que tem uma conotação pejorativa e consideramos que o termo mais adequado é *acionistas não controladores*.”

O objetivo da ANIMEC é fazer com que as empresas tenham o maior nível de governança corporativa possível. Para alcançar isso, nós defendemos o *disclosure* por parte da empresa e, o mais importante, práticas equitativas. Ou seja, o que é bom para o controlador tem que ser bom para o investidor não controlador também. É isonomia. Por quê? Porque o dinheiro do investidor não tem *carimbo*, seja ele controlador ou não controlador. Então, o tratamento tem que ser de sócio, o acionista é, nada mais nada menos, do que um sócio da empresa e deve ser tratado como tal.

Para isso, nós estamos, em primeiro lugar, atuando junto à CVM, no sentido de fazer com que a regulamentação seja mais efetiva em relação aos direitos e obrigações do investidor não controlador. No segundo aspecto, nós temos feito uma série de seminários, justamente para discutir os aspectos importantes para os investidores, tais como: conselho de administração, conselho fiscal, a questão do *conflito de interesses*, direito abusivo de voto, os direitos dos novos controladores, as melhores práticas de governança corporativa, questões como pagamento de dividendos, ações em tesouraria, enfim, todos os aspectos que interessam diretamente ao investidor e, principalmente, que fazem parte da formação do preço da ação. Porque nós achamos que o ativo ação tem que ser tratado como se fosse o principal produto da empresa.

Com relação mais especificamente às empresas, nós temos procurado indicar representantes dos investidores não controladores nos conselho de administração e conselho fiscal. Para isso, nós procuramos juntar um *free float* razoável, que nos dê a condição de indicar essas pessoas. E posso dizer o seguinte: mesmo com as resistências de algumas empresas em ter representantes dos acionistas não controladores nos seus conselhos, a prática tem demonstrado que a contribuição tem sido muito grande e tem aparado as arestas no relacionamento das empresas com os investidores. Nós temos o exemplo clássico das companhias de telefonia no Brasil. Desde

---

<sup>92</sup> As entrevistadas do IBGC e da BOVESPA participaram exclusivamente dos tópicos 1 a 3, 7 e 10. As questões correspondentes aos mesmos constam nos APÊNDICES A a C.

o momento em que elas foram privatizadas, e essa foi uma regra da privatização, todas as companhias de telefonia têm um representante dos não controladores no conselho. Na prática, isso tem se refletido em uma melhora do preço do ativo ação.

Ainda, com relação às empresas, temos atuado no sentido de resolver problemas. Em praticamente quatro anos de existência, temos mais de 90 *cases* representando os interesses dos investidores não controladores. E como é que a ANIMEC age? Nós recebemos a reclamação de um investidor de que a empresa X está tendo uma atitude que não é a mais adequada com os investidores. Em primeiro lugar, nós analisamos se aquele questionamento é procedente, fazemos um estudo para ver se aquilo realmente prejudica ou não prejudica o investidor. Nossa segunda atitude é entrar em contato com a empresa, para tentar resolver de forma administrativa a pendência. Em terceiro lugar, se não obtemos um retorno da empresa, entramos na CVM. E, em quarto lugar, nós vamos para o noticiário, para a imprensa. Porque a imprensa é um grande aliado, e aí entra o aspecto cultural.

Algumas empresas, você pode questioná-las administrativamente, você pode questioná-las na CVM, mas somente quando você recorre à imprensa, é que elas se mexem para resolver a situação. Por outro lado, quando vamos à imprensa, podemos estar nos voltando contra os próprios investidores que representamos. Porque não nos interessa brigar com as empresas, não nos interessa ter uma pendência no judiciário por sete ou oito anos, queremos resolver o problema. E, ao mesmo tempo, quando vamos à imprensa, estamos contribuindo para reduzir o preço da ação. Temos que ter responsabilidade para ir à imprensa.

Como um exemplo de atuação da ANIMEC, eu citaria o caso do Grupo Pão de Açúcar. Quando houve o acidente com o helicóptero<sup>93</sup>, a primeira coisa que fizemos foi questionar o Grupo Pão de Açúcar quanto à propriedade do helicóptero, se ele pertencia à companhia aberta ou à *holding* particular da família. A imprensa noticiou o acidente, nós fomos questionados pelos nossos associados para tomar providências a respeito e encaminhamos correspondência ao Pão de Açúcar, perguntando como estava contabilizado o helicóptero e que efeitos isso poderia ter sobre a companhia aberta. Obtivemos a resposta demonstrando que o helicóptero pertencia à *holding* particular. Uma parte da *mídia* também nos cobrou a respeito e deixou de noticiar o evento, após os devidos esclarecimentos” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“A APIMEC-MG, alinhada às diretrizes que emanam da APIMEC nacional, tem uma atuação voltada para o fortalecimento do mercado de capitais e para a valorização dos analistas e profissionais de investimento do mercado que representa. A questão dos acionistas não controladores é uma das mais importantes para o nosso mercado e influi diretamente na precificação das ações. Os formadores de preços do mercado, nossos associados, sem dúvida, consideram o respeito das companhias abertas pelos investidores não controladores em suas análises.

Embora não tenhamos uma atuação especificamente orientada para os problemas dos acionistas não controladores, temos buscado apoiar uma legislação, uma regulamentação e regras de mercado que sejam justas para os mesmos, em nossa interação com entidades do Estado, de mercado, com as empresas (nas *APIMEC's*) e com a mídia. Ressaltamos ainda o *Plano Diretor do Mercado de Capitais 2002*, do qual fomos coordenadores e signatários, em conjunto com

---

<sup>93</sup> O vice-presidente da ANIMEC refere-se ao acidente ocorrido em 27/07/2001, no litoral do Estado de São Paulo, com o helicóptero em que viajava um dos membros da família Diniz e três outros ocupantes. No evento, houve duas vítimas fatais.

várias entidades de mercado. Tal *Plano* contempla, em diversas diretrizes, o apoio aos acionistas não controladores” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

-----

“O nosso trabalho não é especificamente para o acionista minoritário. O objetivo do Instituto é divulgar as melhores práticas para todos os públicos. De que forma? Por meio de seminários, de palestras mensais, em que nós trazemos *players* de mercado, como empresários, conselheiros de administração, auditores, empresas de consultoria que fazem pesquisas que tenham o enfoque da governança corporativa. Nossa idéia é informar o mercado. Nosso foco é didático. Nós não trabalhamos especificamente com o acionista minoritário. Nós trabalhamos com todos os públicos que compõem a governança corporativa. De que forma que o IBGC ajuda o mercado e, indiretamente, também os minoritários? É com essas divulgações, com a elaboração do novo *código*, com o Congresso mensal, trazendo acionistas minoritários e os majoritários também para discutir no nosso Congresso. A divulgação das informações, que é o objetivo do IBGC, indiretamente beneficia o minoritário” (Heloísa Bedicks, diretora executiva do IBGC, 2003).

-----

“Nosso *papel* é criar um ambiente que favoreça a capitalização das empresas e posterior negociação no mercado secundário, isto é, trazer empresas para a Bolsa e ajudá-las a se tornarem *atraentes* para os investidores. O *Novo Mercado* e os *Níveis 1 e 2 de governança corporativa* foram criados com um *pacote de regras* visando criar um ambiente em que as empresas que adiram a esses segmentos possam ser melhor avaliadas e consigam captar recursos a custos menores.

Falando um pouco do enfoque do seu trabalho, as regras do *Novo Mercado* e *Níveis*, sim, certamente facilitam uma maior influência dos acionistas não controladores na administração da companhia, as regras procuram alinhar os interesses. A lista de exemplos é grande, mas citemos alguns mais relevantes. O primeiro é a regra do *Novo Mercado* que diz: só ações ordinárias, todos votam, isso constitui uma forma de alinhar direito político com direito patrimonial. Uma segunda regra relevante do *Nível 2* e do *Novo Mercado* é o mandato unificado de um ano e mínimo de cinco membros do conselho de administração. Uma vez que as empresas desses segmentos devem ter *free float* mínimo de 25%, com mandato unificado, é mais fácil que acionistas que não estão no controle da empresa, organizando-se, consigam, via mecanismo de voto múltiplo previsto em *Lei*, eleger um membro do conselho de administração. A idéia de um ano de mandato é possibilitar que isso ocorra mais rapidamente, isto é, o investidor compra ações da empresa e sabe que, no máximo, em um ano conseguirá tentar eleger alguém que possa ser útil para o conselho da empresa.

Ainda para o *Nível 2* e o *Novo Mercado*, há a obrigatoriedade de adesão à *Câmara de Arbitragem do Mercado* e, de acordo com a *lei da arbitragem*, os processos devem ser solucionados em, no máximo, seis meses. Esta celeridade é muito importante; além disso, o mecanismo de *arbitragem* favorece que os acionistas controladores e não controladores sejam tratados de forma equilibrada, além de os custos incorridos serem menores. Há também o *tag along*, que dá ao investidor a garantia de que será tratado com maior justiça, recebendo o mesmo preço pago ao acionista controlador em caso de transferência de controle” (Maria Helena Santana, superintendente de relações com empresas da BOVESPA, e Adriana P. Sanches, Supervisora de desenvolvimento de empresas da entidade, 2003).

## 2. MAIORES PROBLEMAS COM OS QUAIS A ENTIDADE TEM SE DEFRONTADO RELATIVOS AO RELACIONAMENTO *ACIONISTAS MINORITÁRIOS-ACIONISTAS MAJORITÁRIOS*. SOLUÇÕES

“O maior problema é a questão cultural e, dentro da questão cultural, eu ressaltaria a questão familiar, a gestão das empresas familiares, que são a grande maioria no Brasil, e o sentimento de propriedade: *a empresa é minha; eu formei a empresa, portanto, eu mando na empresa*. Muitos controladores não têm a visão de que a partir do momento em que eles abrem o capital, em que eles passam a ter sócios na empresa, não são magnânimos, têm que discutir com os seus pares quais são as estratégias que a empresa vai seguir, quais são os rumos e de que forma isso vai ser implementado.

A questão básica é o confronto que normalmente existe nesse posicionamento. O majoritário, por ter um *peso* muito grande no controle das companhias abertas, acaba, via de regra, incorrendo no abuso de poder, tomando decisões em que usa o poder que tem para decidir questões que deveriam ser mais discutidas no interesse da companhia como um todo e, não, no interesse específico do controlador ou dos administradores. Existe um *espaço cinzento* em muitas companhias, em que você tem os administradores e os conselheiros ligados umbilicalmente, ou por fazerem parte da mesma família, ou por terem interesses alheios a um profissionalismo desejável para que as empresas consigam evoluir” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“A elevada concentração da propriedade no Brasil faz com que uma pequena parte dos acionistas, os acionistas controladores (famílias e *grupos de controle*, intensificados após as privatizações ocorridas em anos recentes), tenham um enorme poder nas companhias abertas. Verifica-se, portanto, uma grande concentração de ativos e de poder em mãos de poucos. O que está por trás dessa concentração? A própria história do nosso País, desde o seu descobrimento por Portugal.

Respondendo mais diretamente à sua pergunta, acreditamos que o principal problema no relacionamento controladores-não controladores é o forte desbalanceamento de direitos e poder (e de obrigações), que decorre do desbalanceamento da propriedade, e que pode produzir abusos por acionistas controladores. O fundo da questão é principalmente cultural e exige mudança de mentalidade dos acionistas controladores, e mesmo dos não controladores, porque a reivindicação de direitos é relevante. E alguns desses investidores têm potencial de reivindicação, como os *investidores institucionais*. Lembremo-nos de que a *batalha* pela governança corporativa começou através dos *investidores institucionais*, nos Estados Unidos” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

-----

“Eu concordo que hoje ainda existe uma cultura, dentro do mercado brasileiro, em que aquele empreendedor que começou a organização, que começou o empreendimento, não consegue enxergar, mesmo com a abertura do capital da empresa dele, que ele tem sócios. Ele continua ainda com a cultura de que é o proprietário único, é o dono. Então, essa mudança de cultura, eu acho que é um coisa a médio-prazo, não vamos conseguir no curto-prazo, porque mudança de cultura sempre toma um tempo grande para acontecer. Assim, aquela visão do proprietário conseguindo imaginar que aquele investidor pequenininho que comprou algumas ações na *bolsa* é um sócio dele ainda é difícil. As questões de cultura, de prestação de contas, de transparência, de divulgação de informações, ainda têm que ser muito trabalhadas no mercado brasileiro. Temos um longo caminho a percorrer” (Heloísa Bedicks, diretora executiva do IBGC, 2003).

-----

“Defrontar não é a palavra mais adequada, observamos o seguinte: há empresas insatisfeitas com a valorização de suas ações no mercado. Por outro lado, há investidores também insatisfeitos com as empresas, e isso acontece mesmo com as empresas seguindo o que a lei determina. Para minimizar tal problema e propiciar um ambiente mais equilibrado, de nossa parte, criamos um conjunto de regras de listagem adicionais ao estabelecido pela legislação, o *Novo Mercado* e os *Níveis 1 e 2 de governança corporativa*. A partir da criação, temos trabalhado intensamente para mostrar às empresas que seguir boas práticas de governança corporativa é recompensado, que vale a pena adotar boas práticas de governança corporativa. Não é um trabalho fácil, mas percebemos que a cultura de adoção de boas práticas de governança corporativa está sendo interiorizada pelas empresas” (Maria Helena Santana, superintendente de relações com empresas da BOVESPA, e Adriana P. Sanches, supervisora de desenvolvimento de empresas da entidade, 2003).

### **3. VISÃO DA ENTIDADE QUANTO À EVOLUÇÃO DA ADOÇÃO DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA POR COMPANHIAS ABERTAS NO BRASIL, EM ESPECIAL NO QUE CONCERNE AO ATENDIMENTO DOS INTERESSES DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS**

“O assunto é relativamente novo porque, na verdade, o desenvolvimento das práticas ou das boas práticas de governança corporativa se deu no exterior, a partir do Relatório *Cadbury* na Inglaterra, e, mais especificamente, essas práticas começaram a ser levadas em conta no Brasil pelos grandes *investidores institucionais* a partir da privatização. Então, nós temos esse assunto mais latente a partir de 1998 para cá.

Mesmo existindo organizações como o IBGC, que tem feito um *papel* louvável e muito importante na disseminação desse conceito, da própria existência da ANIMEC e da APIMEC, que procuram incentivar que as empresas tenham boas práticas de governança corporativa, nós diríamos que ainda há um caminho bastante grande pela frente a ser percorrido. Principalmente por causa dos aspectos culturais e da diferença de enfoque existente em assuntos de relevância muito grande para o desenvolvimento do mercado.

Empresas esquecem que elas poderiam ter um maior número de investidores, principalmente investidores estrangeiros, se algumas práticas que eles consideram como *cláusulas pétreas* da empresa fossem flexibilizadas. O investidor estrangeiro quer ter certeza de que ele está colocando recursos em uma empresa bem gerida, profissionalizada, que tem um relacionamento com todos os seus *stakeholders*, de uma maneira clara, precisa e transparente, e que isso está se refletindo na formação do preço das suas ações. Ele não vai trazer dinheiro para investir em uma empresa porque o empresário é simpático e porque o empresário aparentemente é competente.

Sou otimista. Eu cito, por exemplo, a Marco Polo, que é uma empresa de médio porte para grande, que tinha uma estrutura familiar, e que precisava de investimentos para crescer. Os investidores exigiram que a empresa se profissionalizasse. Esta profissionalização da empresa, a governança corporativa que foi instalada, em um período de dois anos, fez com que a cotação das ações da empresa tivesse uma evolução de 200%. Isso mostra que, quando a empresa realmente expõe suas metas, seus produtos, como ela alcançará essas metas, o investidor comparece com o recurso. E premia as empresas com o maior *disclosure*” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“Temos grande apreço e respeito pelas empresas familiares, que são maioria no Brasil e que geram uma parcela formidável da riqueza nacional. Ao mesmo tempo, entendemos que, quando uma companhia coloca suas ações em *bolsa de valores*, o raciocínio tem que mudar. Uma companhia de sócios requer o tratamento justo a todos os sócios, pois o dinheiro do investidor não é *carimbado*. Entendemos, portanto, que há um grande trabalho de conscientização a ser feito junto às empresas familiares, relativamente à adoção de boas práticas de governança corporativa, de práticas mais condizentes com as demandas dos investidores do mercado de capitais, tanto no Brasil quanto no exterior.

Não poderíamos dizer que estão ocorrendo grandes mudanças nas práticas de governança das companhias com ações em *bolsa*, mas temos a percepção de que o assunto está nas empresas, de que várias delas estão, senão aplicando, pelo menos falando em governança corporativa. Já é um começo, mas o caminho a percorrer é grande. No caso específico de algumas companhias, parece-nos que a evolução tem sido formidável” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

-----

”Esta é a pesquisa que nós acabamos de fazer com a Booz Allen<sup>94</sup>, que apresentamos agora no nosso Congresso. Uma coisa que nos deixou satisfeitos é que nós vimos que 40% dos entrevistados responderam que têm conhecimento das melhores práticas de governança corporativa. Para nós, mostra que está havendo uma evolução no mercado brasileiro. Muitos dos que responderam já leram o *Código do IBGC*, conhecem as práticas de governança corporativa. Isso faz com que a respeitabilidade entre o acionista minoritário e o majoritário comece a melhorar.

O Instituto está completando neste mês oito anos e a gente vê que houve uma evolução grande no assunto governança, na divulgação das melhores práticas e no respeito à adoção das melhores práticas. E isso acaba influenciando diretamente o acionista minoritário. Hoje, as empresas estão preocupadas. Eu não posso dizer que exista, no Brasil, uma empresa que seja um modelo de governança corporativa. O que existe são empresas preocupadas com a adoção das melhores práticas e em aprender e divulgar. Porque não adianta a *cúpula* da empresa, a gestão, os proprietários quererem adotar. Eu acho que é uma questão cultural também, de disseminação entre todas as pessoas dentro da empresa. O assunto governança corporativa está na pauta” (Heloísa Bedicks, diretora executiva do IBGC, 2003).

-----

“Temos algumas estatísticas, relativas às empresas que aderiram aos *Níveis 1, 2* e ao *Novo Mercado*, ao todo, 34 empresas. Juntas, essas empresas representam em torno de 26% da capitalização de mercado e aproximadamente o mesmo percentual em termos de volume negociado. São empresas que voluntariamente, via assinatura de contrato com a BOVESPA, decidiram ser mais transparentes, conceder melhor tratamento aos investidores. Paralelamente ao que está acontecendo nos segmentos especiais de governança corporativa, percebemos outros movimentos na mesma direção, verificamos que cerca de 40 empresas já concederam voluntariamente o *tag along* aos investidores, há um movimento nas empresas, especialmente nas dos níveis diferenciados de governança corporativa, no sentido de começar a ter conselheiros independentes no conselho de administração.

---

<sup>94</sup> A diretora executiva do IBGC refere-se à pesquisa realizada pela consultoria citada, em parceria com o Instituto, cujos resultados são de grande valor para a compreensão da governança corporativa das companhias brasileiras (IBGC e BOOZ ALLEN, 2003).

Os investidores começam a demandar melhores práticas de governança corporativa, e as empresas estão considerando a demanda dos investidores. As mudanças começam a ocorrer na prática por demanda dos investidores. O *ativismo* em governança corporativa é importante, sem dúvida” (Maria Helena Santana, superintendente de relações com empresas da BOVESPA, e Adriana P. Sanches, supervisora de desenvolvimento de empresas da entidade, 2003).

#### 4. ASSEMBLÉIA GERAL DE ACIONISTAS

“O investidor não participa das AG’s por uma constatação clássica: o acionista controlador tem o direito do voto e aprova o que quer. O raciocínio do acionista não controlador é o seguinte: *por que devo perder meu tempo indo à AG?* A AG é uma instância importantíssima, mas, sob o prisma do acionista não controlador, só serve para que se registre em *ata* que o mesmo é contrário a decisões tomadas.

Normalmente, as decisões levadas para uma AG já estão definidas, aprovadas, e só precisam ser implementadas. A crença geral é que a presença do investidor não vai adiantar. Normalmente, quem participa das AG’s quer, ou marcar posição contrária a alguma atitude, ou realmente questionar e solicitar que se registre em *ata* algo considerado não legal, para que se tenha, posteriormente, argumentos legais que possam ser usados judicialmente” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“As AG’s são um *forum* muito, muito importante. Reconhecendo que vários investidores podem se sentir desmotivados, por acreditarem que as suas opiniões não serão consideradas, acreditamos, temos certeza de que a participação dos investidores é crucial. Temos, em nosso mercado, vários exemplos de companhias em que tal participação tem feito grande diferença. Eventuais dificuldades operacionais de acesso, tais como a necessidade de deslocamentos no País e os custos envolvidos podem ser vencidas através da capacidade de organização dos investidores, de sua interação com os seus pares, inclusive em diferentes cidades. Os investidores podem se organizar, entrar em contato uns com os outros, lutar pela defesa dos seus direitos. Vejo grande espaço para o crescimento da participação nas AG’s. E a tecnologia – em especial, a *internet* - pode ajudar bastante” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

#### 5. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

##### Dinâmica de funcionamento

“As decisões tomadas pelo conselho de administração devem estar restritas à necessidade da empresa. O que é importante é que tais decisões não prejudiquem os acionistas não controladores. Sob o prisma desses investidores, é importante o acompanhamento das decisões, que cabe ao conselho fiscal. Remete-se, portanto, ao conselho fiscal, o *papel* de fiscalizar de que forma estão sendo implementadas medidas para que sejam alcançados os objetivos empresariais, se as disposições do *estatuto social* estão sendo respeitadas.

Com a questão cultural brasileira, dos controles familiares e dos *grupos de controle* por *acordos de acionistas* existentes nas empresas, o que ocorre é que o conselho de administração é apenas figurativo, é decorativo. O presidente do conselho acaba sendo também o presidente da diretoria e esse é o pior dos mundos. Há um



*conflito de interesses* brutal. O presidente gere, ele mesmo aprova sua gestão. Tal estrutura, na grande maioria das empresas brasileiras, já nasce de forma errada. É importante esclarecer: eu não tenho nada contra as empresas familiares, eu apenas gostaria de dizer que a profissionalização é importante.

Sob o prisma dos acionistas não controladores, o conselho fiscal tem mais importância do que o conselho de administração, pois tem a prerrogativa legal de fiscalizar o segundo. Em muitas empresas, o conselho fiscal é até mais importante do que as próprias AG's. Além disso, o conselho fiscal dá um respaldo enorme ao presidente executivo, para que ele possa contestar o presidente do conselho de administração. É surpreendente que muitos executivos em postos de comando ainda não tenham atentado para a extrema importância do conselho fiscal. É realmente surpreendente” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“Acreditamos no seguinte: as coisas estão mudando, e para melhor. Existem companhias aprimorando seus conselhos de administração, constituindo conselhos mais profissionais e atuantes. Assistiremos nos próximos anos, em nosso País, a uma grande evolução dos conselhos. Há forças poderosas convergindo para isso: pressões dos mercados de capitais externos, pressões do nosso mercado de capitais, reivindicação crescente dos investidores com relação aos seus direitos, sua organização cada vez mais eficiente, e as mudanças culturais mais profundas. A crença de que é preciso ter uma boa governança corporativa, de que é preciso adotar boas práticas de governança crescerá. Destacamos aqui o *papel* importante da área de RI, pois, por meio da mesma, os investidores podem levar suas questões à *cúpula* das companhias, aos conselhos de administração, aos presidentes e diretores, enfim, àqueles que determinam ou influem no futuro das companhias” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

### **Medidas para confortar minoritários sobre decisões tomadas pelo conselho**

“A realização de reuniões periódicas com investidores e analistas é muito saudável, as *APIMEC's* e *ANIMEC's*. Quanto mais informações o investidor tiver, melhor estarão precificadas as ações da empresa na *bolsa de valores*” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“O primeiro conforto a ser dado são os próprios resultados da companhia. Porque o investidor, seja grande ou pequeno, quer o retorno do seu investimento. Fora isso, acreditamos que a transparência informacional, um *disclosure* adequado às demandas do mercado, seja muito importante. O reconhecimento dessas demandas é fundamental: *o que o mercado está pedindo?* Enfatizamos aqui a extrema importância da área de RI, que deve ser profissional e dedicada à função” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

### **Como os conselheiros podem tomar melhores decisões para todos os acionistas**

“Tem que haver, no conselho de administração, um equilíbrio entre a posição do controlador e a posição da administração e o tratamento deve ser equânime para todos os investidores, de forma que isso se reflita na *mais valia* da empresa. O conselho de administração deve ser o mais profissional possível e, se realmente se deseja perseguir a meta de uma boa governança corporativa, os conselheiros devem ser independentes.

O ideal é que a maioria dos conselheiros seja independente: isso é uma forma de equilibrar o *peso* do acionista controlador. O risco de que o conselheiro independente não seja efetivamente independente, já que ele é indicado pelo acionista controlador, existe, e a minimização desse risco seria a criação de uma *lista triplíce*, a ser submetida a todos os investidores, os quais escolheriam aqueles profissionais com maior potencial de contribuir para o futuro da empresa, eleitos conselheiros independentes. Isso seria um avanço enorme, de uns cem *anos-luz* no Brasil” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“Em primeiro lugar, os conselheiros têm poder, facultado pela própria *Lei das Sociedades Anônimas*, e têm obrigações e responsabilidades vinculadas a esse poder. Estão sujeitos a serem judicialmente penalizados. A conscientização quanto ao seu *papel* no conselho de administração é crucial e, *independentemente* de o conselheiro representar este ou aquele interesse, tem que pensar no sucesso da empresa. É o que se exige dele, legal e moralmente.

Em segundo lugar, temos que ser pragmáticos, pois muitas empresas podem ser controladas por pessoas que poderiam não saber como lidar com uma participação mais agressiva dos conselheiros. Elas poderiam, não digo enfrentar o conselheiro, mas *esvaziar* as reuniões do conselho, através das pautas. Mas acreditamos que seja muito importante a todos os conselheiros descobrir a melhor forma de se fazer respeitar. Há várias: capacitação, capacidade de agregar, por exemplo. Postura de seriedade nas reuniões é outra forma. Interesse genuíno pela empresa é relevante. Citamos ainda o reconhecimento do ambiente em que se está e do perfil das pessoas, para uma atuação mais estratégica, mais inteligente, para a qual não existe *fórmula*.

Agora, é importante dizer: as contribuições dos conselheiros, sem dúvida, estarão limitadas pelo acionista controlador: se ele não estiver imbuído do desejo de criar valor para todos os acionistas, o trabalho será consideravelmente mais difícil, para não dizer impossível” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

#### **Possibilidades de influência de conselheiros representantes do acionista majoritário, de conselheiros representantes de acionistas minoritários e de conselheiros independentes**

<b>Conselheiros</b>	<b>Gregório Mancebo Rodriguez (ANIMEC)</b>	<b>João Carlos de Magalhães Lanza (APIMEC-MG)</b>
Representantes do acionista majoritário	Muito grandes	Grandes
Representantes de acionistas minoritários	Pequenas	Moderadas
Efetivamente independentes	Muito grandes	Muito grandes
<i>Pseudo</i> -independentes	Entre grandes e moderadas	Grandes

A expressão *conselheiro pseudo-independente* foi mencionada primeiramente pelo vice-presidente da ANIMEC, referindo-se aos conselheiros independentes que não têm um perfil profissional e que integram o conselho de modo figurativo.

## 6. ÁREA DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES

“Eu tenho várias considerações a fazer sobre esse assunto. Em primeiro lugar, a função de RI não deve ser acumulada com outras funções na empresa. O profissional de RI deve ser exclusivo, pois a função exige uma preparação específica e habilidades específicas. A mistura de atribuições não é profissional. Ninguém deve falar pela empresa a não ser o RI, nem mesmo o presidente do conselho de administração ou o presidente executivo.

Em segundo lugar, a ação deve ser proativa e, não, reativa; 90% das áreas de RI do mercado são reativas. É preciso captar as demandas dos investidores e atender as mesmas. É fácil disponibilizar informações na *internet*, é fácil oferecer um *site* de RI que tenha as informações básicas que o investidor deseja. O investidor deve ser tratado de forma séria, não como alguém que recorre a um serviço de *telemarketing*. Em terceiro lugar, observo que não há isonomia na prestação de informações aos investidores. Em quarto lugar, o profissional de RI tem a obrigação de levar o ponto de vista dos investidores à *cúpula*. Os *inputs* recebidos dos investidores têm que servir como um parâmetro para a tomada de decisões pelo gestor, em favor dos mesmos. O profissional de RI tem um *papel* importantíssimo, é elo de ligação entre o investidor e a companhia” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“A função do RI é relativamente recente, mas já é reconhecida pela *tremenda* importância. Várias companhias têm dado o merecido destaque à área e aos profissionais de RI, provavelmente porque perceberam algo simples, mas crucial: a área é um instrumento poderoso de redução do custo de capital da companhia. Mesmo as companhias que não têm, no presente, planos de recorrer ao mercado de capitais para captação de recursos financeiros, podem ter tais planos a médio prazo, porque as oportunidades empresariais surgem, muitas oportunidades boas são imprevisíveis. Além disso, um custo de capital menor significa preços de ações maiores, valorização da companhia pelo mercado, e isso é importante para as famílias controladoras, cujo patrimônio valerá mais.

Somos otimistas, acreditamos que as companhias que ainda não desenvolveram suas áreas de RI em moldes profissionais, compreenderão, com o tempo, a enorme importância dessa área como elo, como canal que interliga os investidores à *cúpula* das companhias. Nossa expectativa é otimista, teremos boas mudanças nos próximos anos” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

## 7. DIMENSÕES RELEVANTES DO SDE

### Nível de importância

<b>Dimensões</b>	<b>Gregório Mancebo Rodriguez (ANIMEC)</b>	<b>João Carlos de Magalhães Lanza (APIMEC-MG)</b>	<b>Heloísa Bedicks (IBGC)</b>	<b>Maria Helena Santana e Adriana P. Sanches (BOVESPA)</b>
Estratégia	7	7	7	7
Estrutura	6	6	6	7
Processos	6	6	6	7
Pessoas	7	7	6	7
Recompensas	5	6	5-6	7

### Nível de interesse

<b>Dimensões</b>	<b>Gregório Mancebo Rodriguez (ANIMEC)</b>	<b>João Carlos de Magalhães Lanza (APIMEC-MG)</b>	<b>Heloísa Bedicks (IBGC)</b>	<b>Maria Helena Santana e Adriana P. Sanches (BOVESPA)</b>
Estratégia	7	7	7	7
Estrutura	6	6	6	5
Processos	6	6	6	5
Pessoas	7	7	6	4
Recompensas	5	6	5-6	4

“Com certeza, a estratégia é uma questão de governança corporativa, é fundamental para a criação de valor econômico para os acionistas” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“Tudo isso é importante – a estratégia, a estrutura, os processos, as pessoas e as recompensas. Mas é importante verificar se não está faltando alguma coisa na lista” (Heloísa Bedicks, Diretora Executiva do IBGC, 2003).

-----

“Não há dúvida de que a estratégia é, sim, uma questão de governança corporativa e das mais *candentes*. Uma má estratégia pode destruir uma companhia” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

-----

“O objetivo principal da empresa deve ser gerar valor para os acionistas. E como fazer isso? É necessário ter uma estratégia de atuação para alcançar as metas e a adoção de boas práticas de governança corporativa certamente contribui para o alcance desse objetivo” (Maria Helena Santana, superintendente de relações com empresas da BOVESPA, e Adriana P. Sanches, supervisora de desenvolvimento de empresas da entidade, 2003).

## 8. PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

### *Código de governança corporativa*

“A adoção do *código* é importante, mas eu pergunto: é colocada em prática? Quando você tem um *código*, você parte do princípio de que todos os funcionários da empresa têm conhecimento do mesmo e devem se pautar por ele. Assim, seria inadmissível você ligar para a empresa pedindo uma informação e ser maltratado. Portanto, ter um *código*, mas não seguir o *código*, é questionável.

Todo funcionário, quando entra na empresa, deveria assinar um termo aderindo ao *código* e concordando com as penalidades a que estará sujeito se desrespeitar o mesmo. A construção desse *código* é um problema estritamente de governança corporativa, pois envolve todos os *stakeholders*, todos os relacionamentos da empresa com clientes, fornecedores, bancos, outros públicos e a comunidade” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“Acreditamos que a manifestação de adesão aos princípios de um *código* desse tipo seja importante. O *código de ética* adotado por várias empresas é uma espécie de *código de governança corporativa*. Mas existe o risco de que o *código* fique no discurso. Uma forma de reduzir tal risco é prever recompensas e penalidades, ligadas ao *código*” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

### ***Blindagem do SDE***

“No Brasil, como existe grande concentração de controle, isso é irrelevante. Se você tivesse propriedade *pulverizada*, você poderia pensar em uma *blindagem*. Mas, na realidade do mercado nacional, isso não faz muito sentido. No caso de empresas estatais, talvez se pudesse pensar em um critério do tipo *não se muda a diretoria, apenas o conselho de administração*. Mas eu ressalto a importância do conselho fiscal para os investidores não controladores” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“Não acreditamos em mecanismos de *blindagem*, pois essa é uma palavra forte. Mas acreditamos que seja possível criar mecanismos que impeçam *cataclismos* corporativos, em caso de mudança das pessoas. O *plano de negócio* é um instrumento que pode ser usado por antigos e novos gestores para demonstrar boas intenções. Mudanças substanciais no *plano* deveriam ser fundamentadas” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

### ***Agenda de consenso formal entre conselheiros***

“Tal *agenda* pode até ser possível, mas eu acho difícil. A questão básica é a seguinte: toda empresa tem em seu *estatuto* as competências do conselho de administração. Portanto, não é preciso inventar. O que você tem na *Lei das SA's* é que se o conselheiro não agir de forma diligente e proba sobre os assuntos relacionados à empresa, pode ser acionado judicialmente. É o risco do conselheiro. E existe mesmo para o representante do acionista não controlador no conselho.

A presença desse conselheiro é o *grande medo* das companhias abertas *jurássicas* – o medo de que o conselheiro representante dos acionistas não controladores seja um *insider information*, ou que venha a prejudicar a gestão da empresa. Entretanto, tal medo não procede. Em primeiro lugar, há penalidades legais previstas sobre o *insider*, sobre o vazamento de informações. Em segundo lugar, seria absurdo imaginar que esse conselheiro prejudicará a empresa e os seus representados, não faz sentido.

Portanto, não vejo sentido em uma *agenda de consenso formal* e em outros mecanismos similares. É suficiente aprovar o *estatuto*, fiscalizar seu cumprimento e seguir a *lei*” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“Acreditamos que uma *agenda* formal seja possível, mas em casos pontuais. Acreditamos que seja mais possível ainda uma *agenda* informal, ou algo que se pareça. Alguém terá que sugerir a idéia, dentro do conselho de administração. E naturalmente, dependerá da posição do acionista controlador a respeito; se ele for contra, *nada feito*” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

### **Exercício da presidência do conselho de administração e da presidência executiva por pessoas distintas**

“Eu diria o seguinte: a separação deve ser feita, porque não fazê-la não é profissional, já que existe o conflito entre as duas funções. Mas, se não for feita com profissionalismo, não adiantará. É importante é que exista profissionalismo na escolha das pessoas. E tal separação deve ser feita mesmo nas empresas menores, não se justificando que não seja feita pelas mesmas em função do seu tamanho” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“Sem dúvida, a separação é profissional e imperativa, o *conflito de interesses* é flagrante. Entretanto, não significa que tal separação será boa para os investidores não controladores, pois temos que ver quem serão as pessoas escolhidas. Afinal, o acionista controlador tem o domínio da escolha” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

### **Rating de governança corporativa**

“O problema de governança corporativa é que ela não é medida de forma quantitativa, é medida de forma qualitativa. Há muita subjetividade envolvida. Quais aspectos seriam os mais relevantes, sob o ponto de vista do investidor? É correto atribuir nota máxima à empresa só porque ela tem uma área de RI? Como conhecer a fundo as práticas de governança corporativa das empresas? O *rating* conseguirá captar os aspectos realmente importantes? O *rating* cria uma despesa a mais para a empresa. O gestor profissional não trabalhará exclusivamente com o *rating*. Já o pequeno investidor, pode ser

O *rating* deve ser visto como uma ferramenta adicional e a ela, eu atribuo uma importância pequena. E justifico essa avaliação: há muita subjetividade envolvida. Para exemplificar mais, eu diria: empresas de *rating* têm atribuído ao Brasil um risco que não é compatível com o seu risco real. Faz sentido que sejamos mais arriscados do que a Turquia e a Rússia? Não acredito nisso. Nosso risco, na pior das hipóteses, deveria ser equivalente ao risco do México, que tem várias vantagens: está do lado dos Estados Unidos, tem diversos acordos que o beneficiam e é auto-suficiente em petróleo” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“O *rating* de governança corporativa é válido como um instrumento adicional à disposição do mercado de capitais. Ainda não temos o *rating*, mas, quando o mesmo estiver sendo feito pelas companhias, os gestores de recursos e analistas de investimento que os assessoram poderão utilizar o *rating* como ferramenta adicional de comparação, de consulta. Naturalmente, a decisão de investimento não será tomada com base no *rating*, mas nos *fundamentos* da empresa, conhecidos com base em várias ferramentas, o *rating* inclusive. Atribuímos ao *rating*, portanto, uma importância moderada” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

## 9. TRANSPARÊNCIA INFORMACIONAL

### Disponibilização de informações pelas companhias abertas, relativamente às formas como são tomadas as decisões estratégicas.

“Não. A *lei* não permite a exposição excessiva das decisões do conselho de administração“ (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“Sem dúvida, seria muito bom se as companhias mostrassem aos agentes do mercado como tomam suas decisões, pois isso daria um grande conforto aos investidores. Mas entendemos que não basta mostrar como as decisões são tomadas, é preciso mostrar que as decisões são bem tomadas, e isso se consegue com bons resultados. *Simples assim*” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

### Compatibilização entre transparência informacional e a proteção de informações consideradas estratégicas pela companhia

“A própria lei prevê. É importante dizer que as empresas têm *grande receio* de divulgar projeções, porque se as mesmas não se confirmarem, terão que se justificar perante o mercado. O investidor recebe informações via *APIMEC's*, *ANIMEC's*, teleconferências e divulgações de  *fatos relevantes*. As teleconferências são, inclusive, fáceis de fazer e têm custos razoáveis.

A estratégia não deve ser, necessariamente, objeto de discussão profunda em mercado aberto, quando isso for prejudicial à empresa e aos acionistas. A decisão sobre quais informações devem ser divulgadas e quais devem ser resguardadas dependerá do modelo de decisão da empresa. A empresa pode dizer ao mercado, por exemplo, que *está em tratativas para adquirir o negócio X*, mas omitindo os detalhes que venham a prejudicar a negociação” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“Não podemos ser ingênuos e achar que as companhias revelarão todas as informações possíveis ao mercado. É evidente que, aquilo que o mercado *vê*, é apenas uma parte do *iceberg* corporativo. Mas isso não é necessariamente mau, desde que os investidores tenham a segurança de que os *icebergs* corporativos não irão *afundar* o seu patrimônio. Portanto, acreditamos ser aceitável e mesmo necessária a proteção das informações cuja revelação prejudicaria a companhia e os seus acionistas.

A transparência é importante, mas com respeito aos indicadores que dão aos investidores essa certeza. E quais indicadores seriam esses? Em primeiro lugar, eu diria, são os próprios resultados obtidos pelas companhias, pois eles mostram que as decisões estão sendo bem tomadas. Em segundo lugar, eu penso que é a visão de longo prazo dos responsáveis pela governança corporativa, porque os investidores desejam bons resultados agora e no futuro. Outro indicador importante é a qualidade das pessoas que conduzem a organização. E há vários outros“ (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).



## 10. LEGISLAÇÃO, REGULAMENTAÇÃO E DEMOCRATIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

### Legislação e regulamentação do mercado

“Temos boas leis e regulamentos, apesar de algumas falhas. A *Lei das Sociedades Anônimas*, tendo sido publicada em 1976, é muito boa, melhor do que diversas legislações que existem. O que há é um desconhecimento de como utilizar a *Lei*, um desconhecimento sobre os instrumentos que ela oferece para uma boa governança corporativa.

Tivemos uma *grande luta*, na reforma da *Lei das SA's*, no sentido de aumentar o percentual de ações ordinárias. Conseguimos alterar esse valor de 33% para 50%, mas achamos que o ideal é que as empresas tenham 100% de ações ordinárias. Isso porque nós consideramos que, no Brasil, as ações preferenciais são tratadas como *ações de segunda classe*. O investidor participa do risco da empresa, da mesma forma que o controlador e, quando há uma venda de controle acionário, o *prêmio pelo controle* acaba ficando apenas com o controlador. Quando muito, o investidor ordinarista recebe o *tag along* de 80%, previsto na *Lei*, quando nós achamos que deveria ser de 100%. No passado, já foi 100%, mas isso foi retirado da *Lei*, para facilitar a privatização, principalmente do sistema TELEBRAS.

A *Lei* tem falhas? Tem. Poderia ser melhor? Poderia. Nós temos o aspecto cultural, o aspecto legal. Mas essas coisas não podem ser mudadas do dia para a noite, isso leva tempo. Por outro lado, se forem utilizados os instrumentos disponíveis de uma forma efetiva, é possível interferir, sim, e muito, na governança corporativa das empresas.

Nós temos tido uma abertura muito grande junto à CVM, trânsito livre com a mesma, naturalmente, dentro de trâmites que devem ser respeitados, como as audiências públicas. Na medida do possível, a CVM tem tentado cobrir *brechas* da legislação. Agora, eu sou defensor da auto-regulação. É importante que nós tenhamos uma legislação básica, que tenha os conceitos que qualquer investidor deseja, as condições mínimas. Mas não adianta criar uma série de regras e *engessar* o mercado. O mercado é *sábio* e logicamente *a oferta e a procura* é que vão dizer quais são as empresas que têm uma melhor ou uma pior governança corporativa.

E não basta ter boas leis ou uma série de regras, se a empresa não estiver devidamente convencida de que aquilo é importante para ela, na prática, e não apenas na teoria. Só quem não fica apenas no discurso é que acaba tendo as suas ações valoradas pelo mercado” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“A legislação nacional tem aspectos positivos e negativos. Como aspecto positivo, citamos a abrangência da *Lei das Sociedades Anônimas*, com quase 300 artigos que cobrem uma vasta gama de assuntos. Como aspecto negativo, chamamos a atenção para a própria complexidade dessa *Lei*. Os direitos e obrigações dos acionistas estão *espalhados* por todo o texto, é uma dificuldade localizar. Além disso, a *Lei* cria diferentes tipos de acionistas, com diferentes direitos e obrigações. A distinção criada entre os acionistas ordinaristas e os preferencialistas não é boa, o ideal seria, realmente, se todos os acionistas tivessem os mesmos direitos e deveres, conforme prevê o *Novo Mercado* da BOVESPA.

Gostaríamos ainda de chamar a atenção para o problema do *enforcement*, pois ele é *seriíssimo* no País. O cumprimento, ou melhor, o não cumprimento da legislação no Brasil é um capítulo à parte. Não é por acaso que a BOVESPA exige a *câmara de arbitragem* no *Novo Mercado* e no *Nível 2*.

Quanto à regulamentação, temos que enaltecer a CVM, que tem procurado ouvir os agentes e fiscalizar, apesar de suas dificuldades estruturais” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

-----

“Nós temos discutido muito, no Instituto, um problema que existe no Brasil: nós descobrimos que não é só no Brasil, é um problema da América Latina como um todo: é o problema do *enforcement*. Existem inúmeras regulamentações, instruções normativas e leis. Leis não faltam; o problema é o cumprimento dessas leis. A grande questão é o problema do *enforcement*. A CVM não tem uma estrutura técnica e de pessoal compatível para que ela consiga ter certeza de que as suas instruções normativas estão sendo cumpridas. Falta gente para fiscalizar, para monitorar. Idem no nosso sistema judiciário” Heloísa Bedicks, diretora executiva do IBGC, 2003).

-----

“Percebemos que tem havido evolução na regulamentação. Podemos citar alguns exemplos. Em primeiro lugar, a instrução 358 da CVM, que trata de comunicação com o mercado, de *disclosure*. Citamos também a instrução 361, que trata de ofertas públicas em caso de cancelamento de registro, venda de controle e em caso de aumento de participação dos acionistas controladores, além de proporcionar aos investidores a possibilidade de *bloquear* uma oferta que eles não consideram justa. São novas instruções da CVM que criam mecanismos para proporcionar um maior equilíbrio de direitos entre investidores” (Maria Helena Santana, superintendente de relações com empresas da BOVESPA, e Adriana P. Sanches, Supervisora de desenvolvimento de empresas da entidade, 2003).

### **Democratização do mercado**

“O nosso mercado de capitais é relativamente pequeno e incipiente. E existem motivos para isso. A verdade é que o mercado de capitais no Brasil cresceu de forma errada. Como é que se deu o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil? A partir de 1967, por meio de incentivos fiscais previstos no Decreto-Lei n. 157, que levaram muitas pessoas a investir uma parte do imposto de renda a pagar em fundos 157. O conceito de acionista acabou se formando por um *desequilíbrio entre a oferta e a procura*. Nós tínhamos um volume de recursos captados pelos fundos 157 elevado para o padrão da época, e um número irrisório de companhias abertas. Isso fez com que surgisse uma grande quantidade de companhias abertas para aproveitar aqueles recursos disponíveis. Mas por outro lado, criou preços fora da realidade, o que acabou culminando na crise do mercado em 1971 - um *desastre* para o mercado. E o mercado sobreviveu ao *desastre* até o surgimento dos *investidores institucionais*, principalmente os fundos de pensão, por volta dos anos 80.

Também tivemos grandes períodos de inflação. Inflação não combina com mercado de capitais. Inflação alta cria uma cultura de renda fixa, não tanto no sentido do *investir*, mas no sentido do *defender-se contra a inflação*. Portanto, só podemos pensar no mercado de capitais se desenvolvendo com taxas de juros em níveis de países desenvolvidos e com baixos índices de inflação. *Estamos caminhando para*, mas ainda não atingimos essa situação. Quando vemos no noticiário: *a Bolsa de Valores está negociando um bilhão de reais por dia*, em termos internacionais, isso é irrelevante, estamos falando de trezentos milhões de dólares. Este é o valor de

uma operação feita em qualquer banco de investimento, em qualquer lugar do mundo. Não podemos pensar no desenvolvimento da economia brasileira com um movimento tão irrisório.

Nós tivemos ainda um grande *erro estratégico* do governo brasileiro na questão da privatização. A privatização não deveria ter sido feita por *blocos de controle*, o controle deveria ter sido *pulverizado*. A Espanha, que fez uma *privatização pulverizada*, em 1997, tinha um mercado de capitais exatamente do tamanho do mercado brasileiro. Hoje, o volume de negócios no mercado espanhol é de três bilhões de dólares. A privatização ajudou a criar uma cultura de investimento: as famílias passaram a ter investimentos em ações. No Brasil, as pessoas consideram que a *bolsa* é um lugar de *jogatina*, que o mercado sofre influências de especuladores de forma descontrolada e que os preços não são reais. O aspecto cultural no Brasil é muito sério. Outro erro do governo que ainda persiste é o tratamento tributário igual para renda fixa e renda variável - o que é um absurdo, em qualquer lugar do mundo. Na maioria dos países, o investimento em ações, ou é isento, ou você tem a tributação na declaração do imposto de renda. Este aspecto também acaba *atravancando* o mercado de capitais.

O *papel* que a BOVESPA está fazendo, de incentivar os clubes de investimento, de divulgar o mercado de capitais, é um *papel* excelente, tem que ser enaltecido. Agora, é um programa de longo prazo” (Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC, 2003).

-----

“A democratização do mercado de capitais pode ser compreendida com base em duas vertentes de pensamento. Primeiramente, achamos que existem *fragilidades macroeconômicas* no Brasil, que enfraquecem o mercado, atualmente, os juros altos e os impostos sobre os investimentos em ações (no passado, a inflação alta contribuiu para enfraquecer o mercado). Isso, sem dúvida, não se resolve com um simples plano econômico ou *canetada*. Mas temos que reconhecer: juros altos e imposto excessivo inibem o crescimento econômico. Em segundo lugar, acreditamos que a imagem que muitos brasileiros, inclusive pessoas com bom nível cultural, têm do mercado de capitais, é a de um mercado para *iniciados*. Portanto, existem grandes *barreiras econômicas e culturais* a transpor. Aqui, nós gostaríamos de louvar o esforço da BOVESPA, do seu presidente Raymundo Magliando Filho, que, com o seu trabalho de popularização do investimento em ações, tem feito muito no sentido de *quebrar* resistências culturais” (João Carlos de Magalhães Lanza, presidente da APIMEC-MG, 2003).

-----

“Em primeiro lugar, é uma questão de cultura. A BOVESPA tem feito: *BOVESPA VAI À FÁBRICA* e outros programas. Por outro lado, este problema do *enforcement* faz com que o acionista minoritário tenha medo do mercado, medo de aplicar, medo de investir no mercado de ações, porque nós vimos que o nosso histórico ao longo dos anos não é um histórico positivo. Então, a gente tem o problema cultural, o problema do *enforcement*, nós temos o problema e mudanças de regras que acabam influenciando negativamente para o acionista e, principalmente, para o acionista minoritário.

Na minha opinião, a adoção das melhores práticas de governança por parte das empresas, uma ética, uma transparência, uma divulgação melhor das informações, isso fortalece o mercado de capitais. E conseqüentemente, dá um incentivo maior para o acionista minoritário ir lá e fazer o seu investimento na *bolsa*. E não é uma coisa a curto prazo também. Eu acho que nós ainda temos que mostrar para esses acionistas que há uma segurança, que o risco não é tão grande quanto eles imaginam quando fazem o seu investimento no mercado acionário” (Heloísa Bedicks, diretora executiva do IBGC, 2003).

-----

“O País necessita crescer, a população necessita dispor de renda para consumo e poupança. O crescimento da economia e o investimento das empresas seriam *combustíveis* para a democratização do mercado de capitais. Fora isso, há o trabalho de popularização do mercado, buscamos via *BOVESPA VAI ATÉ VOCÊ* desmistificar o que é *bolsa de valores*, explicar que é fácil investir, e temos tido muito êxito nesse trabalho” (Maria Helena Santana, superintendente de relações com empresas da BOVESPA, e Adriana P. Sanches, supervisora de desenvolvimento de empresas da entidade, 2003).

APÊNDICE I  
DETALHAMENTO DE RESPOSTAS AOS QUESTIONÁRIOS (Q1 A Q5)

Questionário Q1

VÉRTICE	AVALIAÇÃO	CONSELH. 1	GERENTE GERAL DE RI
Estratégia	Não implantada	-	-
	Em implantação ou implantada com modificações	1 a 12	-
	Em implantação ou implantada integralmente	-	1 a 12
Estrutura	Não implantada	2 a 12	6
	Em implantação ou implantada com modificações	-	-
	Em implantação ou implantada integralmente	1	1 a 5 e 7 a 12
Processos	Não implantada	9 a 11	-
	Em implantação ou implantada com modificações	1 a 8	-
	Em implantação ou implantada integralmente	12	1 a 12
Pessoas	Não implantada	1 a 4 e 6 a 12	10 a 12
	Em implantação ou implantada com modificações	5	-
	Em implantação ou implantada integralmente	-	1 a 9
Recompensas	Não implantada	3 a 6 e 8 a 12	4
	Em implantação ou implantada com modificações	1, 2 e 7	-
	Em implantação ou implantada integralmente	-	1 a 3 e 5 a 12

Figura 1 – Avaliação das 60 práticas quanto à implantação

VÉRTICE	AVALIAÇÃO	GERENTE GERAL DE RI
Estratégia	Estatuto	8
	<i>Acordo de acionistas</i>	-
	<i>Código de governança corporativa</i>	-
	Outro	1 a 7 e 9 a 12
Estrutura	Estatuto	-
	<i>Acordo de acionistas</i>	-
	<i>Código de governança corporativa</i>	-
	Outro	1 a 5 e 7 a 12
Processos	Estatuto	12
	<i>Acordo de acionistas</i>	-
	<i>Código de governança corporativa</i>	-
	Outro	1 a 10 e 11
Pessoas	Estatuto	-
	<i>Acordo de acionistas</i>	-
	<i>Código de governança corporativa</i>	-
	Outro	1 e 2 e 4 a 9 (*)
Recompensas	Estatuto	1, 5, 9 e 11
	<i>Acordo de acionistas</i>	-
	<i>Código de governança corporativa</i>	-
	Outro	2 e 3, 6 a 8, 10 e 12

Figura 2 – Avaliação das 60 práticas quanto a instrumentos de *compliance*

(\*) Prática 3 do vértice não indicada pelo gerente geral de RI, embora implantada.

VÉRTICE	AVALIAÇÃO	GERENTE GERAL DE RI
Estratégia	Conselheiro representante de majoritário, administração ou opção distinta das duas a seguir Conselheiro representante de minoritários excluídos do controle Conselheiro independente Outro (indicar, se possível)	- - - 1 a 12
Estrutura	Conselheiro representante de majoritário, administração ou opção distinta das duas a seguir Conselheiro representante de minoritários excluídos do controle Conselheiro independente Outro (indicar, se possível)	1 a 4 e 12 - - 5 e 7 a 11
Processos	Conselheiro representante de majoritário, administração ou opção distinta das duas a seguir Conselheiro representante de minoritários excluídos do controle Conselheiro independente Outro (indicar, se possível)	1 a 12 - - -
Pessoas	Conselheiro representante de majoritário, administração ou opção distinta das duas a seguir Conselheiro representante de minoritários excluídos do controle Conselheiro independente Outro (indicar, se possível)	4, 5, 7 e 9 - - 1 a 3, 6 e 8
Recompensas	Conselheiro representante de majoritário, administração ou opção distinta das duas a seguir Conselheiro representante de minoritários excluídos do controle Conselheiro independente Outro (indicar, se possível)	2 e 3 - - 1 e 5 a 12

Figura 3 – Avaliação das 60 práticas quanto à autoria de sua proposta

VÉRTICE	AVALIAÇÃO	GERENTE GERAL DE RI
Estratégia	Máxima (1/mês ou acima)	-
	Muito alta	3, 7, 8 e 11
	Alta	1, 2, 4 e 6
	Moderada	-
	Nula a baixa	5, 9, 10 e 12
Estrutura	Máxima (1/mês ou acima)	-
	Muito alta	-
	Alta	-
	Moderada	3, 5 e 6
	Nula a baixa	1, 2, 4 e 7 a 12
Processos	Máxima (1/mês ou acima)	-
	Muito alta	-
	Alta	-
	Moderada	2 a 5
	Nula a baixa	1 e 6 a 12
Pessoas	Máxima (1/mês ou acima)	-
	Muito alta	-
	Alta	1
	Moderada	2 e 4
	Nula a baixa	3 e 5 a 12
Recompensas	Máxima (1/mês ou acima)	-
	Muito alta	-
	Alta	-
	Moderada	1, 4, 5 e 8
	Nula a baixa	2, 3, 6, 7 e 9 a 12

Figura 4 – Avaliação das 60 práticas quanto à frequência de manifestação de interesse de acionistas perante a área de RI

VÉRTICE	AValiação	CONSELH. 1	EXECUTIVA	CONSELH. 2	GERENTE REAL DE RI
Estratégia	Excepcional	1	1 e 2	1, 2, 4 a 6, 8 a 10 e 12	-
	Muito alta	-	5	11	1 e 2, 4 a 7
	Alta	2 a 12	3 e 4, 6 a 10	-	8, 11 e 12
	Moderada	-	11	3	3
	Nula a baixa	-	12	7	9 e 10
Estrutura	Excepcional	1 a 6	-	1	1 a 5
	Muito alta	-	1, 5 e 6	-	8, 9 e 11
	Alta	7 a 12	2 a 4, 7 a 11	2 e 3	7, 10 e 12
	Moderada	-	12	4 a 7	6
	Nula a baixa	-	-	8 a 12	-
Processos	Excepcional	6 e 12	-	1 a 3, 6, 11 e 12	1 e 4
	Muito alta	-	1 a 6, 8 a 12	8	2 e 3, 5 a 8, 11 e 12
	Alta	1 a 5, 7 a 11	7	4, 5, 7, 9 e 10	9 e 10
	Moderada	-	-	-	-
	Nula a baixa	-	-	-	-
Pessoas	Excepcional	-	-	1, 6, 7 e 9	-
	Muito alta	-	2 e 8	-	1 e 2, 4 a 6, 8, 10 a
	Alta	1 a 8, 10 a 12	5 e 6	8	12
	Moderada	9	1, 4, 7, 10 e 12	5	7 e 9
	Nula a baixa	-	3, 9 e 11	2 a 4, e 10 a 12	-
Recompensas	Excepcional	-	-	-	8
	Muito alta	-	4, 5 e 8	-	4, 5 e 11
	Alta	1 a 6, 9	1, 9 a 11	6, 10 a 12	1, 7 10 e 12
	Moderada	7 e 8, 10 a 12	6	1 a 5, 7 a 9	9
	Nula a baixa	-	2, 3, 7 e 12	-	2, 3 e 6

Figura 5 – Avaliação das 60 práticas quanto à contribuição para a melhoria do SDE

VÉRTICE	AValiação	CONSELH. 1	EXECUTIVA	CONSELH. 2	GERENTE REAL DE RI
Estratégia	Excepcional	1	1 e 2	1, 2, 4 a 6, 8, 10 e 12	-
	Muito alta	-	5 a 8, 11	11	1, 2, 4, 5, 7 e 9
	Alta	2 a 12	3 e 4	-	11 e 12
	Moderada	-	9 e 10	3	3, 6 e 8
	Nula a baixa	-	12	7 e 9	10
Estrutura	Excepcional	1 a 6, 8	6	1	1 a 5
	Muito alta	-	1 a 3, 5	-	8, 9 e 11
	Alta	7, 9 a 12	4, 8, 9 e 11	2 e 3	7, 10 e 12
	Moderada	-	7, 10 e 12	4 a 7	6
	Nula a baixa	-	-	8 a 12	-
Processos	Excepcional	6, 7 e 12	-	1 a 3, 6, 11 e 12	1 a 3
	Muito alta	-	1 a 12	8	4 a 6, 8, 11 e 12
	Alta	1 a 5, 8 a 11	-	4, 5, 7, 9 e 10	7, 9 e 10
	Moderada	-	-	-	-
	Nula a baixa	-	-	-	-
Pessoas	Excepcional	-	2	1, 6, 7 e 9	12
	Muito alta	-	8	-	1 e 2, 8 a 11
	Alta	1 a 8, 10 a 12	5, 6 e 10	8	4, 5 e 7
	Moderada	9	4, 7 e 12	5	6
	Nula a baixa	-	1, 3, 9 e 11	2 a 4 e 10 a 12	3
Recompensas	Excepcional	-	4, 5 e 8	-	8
	Muito alta	-	9	-	1, 4, 5 e 11
	Alta	1 a 6 e 9	1 a 3 e 10 e 11	6, 10 a 12	7, 10 e 12
	Moderada	7 e 8, 10 a 12	6	1 a 5, 7 e 9	9
	Nula a baixa	-	7 e 12	8	2, 3 e 6

Figura 6 – Avaliação das 60 práticas quanto à contribuição para o atendimento aos interesses de todos os acionistas



VÉRTICE	AValiação	CONSELH. 1	EXECUTIVA	CONSELH. 2	GERENTE REAL DE RI
Estratégia	Máxima (100%)			1, 2, 4 a 6, 8 a 10 e 12	-
	Muito alta			11	1 e 2, 5 a 7, 9 a 12
	Alta	-	-	3	3, 4 e 8
	Moderada			-	-
	Nula a baixa			7	-
Estrutura	Máxima (100%)			1	-
	Muito alta			-	1 a 6 e 8 a 12
	Alta	-	-	2 e 3	7
	Moderada			4 a 7	-
	Nula a baixa			8 a 12	-
Processos	Máxima (100%)			1 a 3, 6, 11 e 12	-
	Muito alta			8	-
	Alta	-	-	4, 5, 7, 9 e 10	1 a 12
	Moderada			-	-
	Nula a baixa			-	-
Pessoas	Máxima (100%)			1, 6, 7 e 9	-
	Muito alta			-	4 e 5
	Alta	-	-	8	1 a 3 e 6 a 12
	Moderada			5	-
	Nula a baixa			2 a 4 e 10 a 12	-
Recompensas	Máxima (100%)			-	9
	Muito alta			-	1 a 8 e 12
	Alta	-	-	6 e 10 a 12	10 e 11
	Moderada			1 a 5, 7 e 9	-
	Nula a baixa			8	-

Figura 7 – Chances de implantação das práticas se propostas por conselheiros representantes do majoritário

VÉRTICE	AValiação	CONSELH. 1 (*)	EXECUTIVA (*)	CONSELH. 2	GERENTE REAL DE RI
Estratégia	Máxima (100%)	-	-	-	-
	Muito alta	-	-	-	1, 2 e 7
	Alta	-	-	1, 2, 4 a 6, 8 a 10 e 12	4, 5, 8, 11 e 12
	Moderada	-	-	3 e 11	3, 6, 9 e 10
	Nula a baixa	-	-	7	-
Estrutura	Máxima (100%)	-	-	-	-
	Muito alta	-	-	-	-
	Alta	2 a 12	-	1	1 a 12
	Moderada	-	-	2 e 3	-
	Nula a baixa	-	2 a 12	4 a 12	-
Processos	Máxima (100%)	-	-	-	-
	Muito alta	-	-	12	-
	Alta	9 a 11	9 a 11	1 a 3, 6 e 11	1 a 12
	Moderada	-	-	4 e 5, 7, 8 e 10	-
	Nula a baixa	-	-	9	-
Pessoas	Máxima (100%)	-	-	-	-
	Muito alta	-	-	-	-
	Alta	1 a 4 e 6 a 11	1	1, 6, 7 e 9	1 a 12
	Moderada	12	6 e 8	8	-
	Nula a baixa	-	2 a 4, 7 e 9 a 12	2 a 5 e 10 a 12	-
Recompensas	Máxima (100%)	-	-	-	-
	Muito alta	-	-	-	8 e 9
	Alta	8 e 9	-	-	1, 4, 5 e 11
	Moderada	3 a 6 e 10 a 12	4, 5 e 9 a 12	6 e 10 a 12	2, 3, 6, 7, 10 e 12
	Nula a baixa	-	3, 6 e 8	1 a 5 e 7 a 9	-

Figura 8 – Chances de implantação das práticas se propostas por conselheiros representantes de minoritários  
 (\*) Tais entrevistados avaliaram apenas as práticas não implementadas pela COMPANHIA X.

VÉRTICE	AValiaÇÃO	CONSELH. 1	EXECUTIVA	CONSELH. 2	GERENTE REAL DE RI
Estratégia	Máxima (100%)	-	-	-	-
	Muito alta	-	-	-	1, 2, 7 e 11
	Alta	-	-	1, 2, 4 a 6, 8 a 10 e 12	4, 5, 8 e 12
	Moderada	-	-	3 e 11	3, 6, 9 e 10
	Nula a baixa	-	-	7	-
Estrutura	Máxima (100%)	-	-	-	-
	Muito alta	-	-	-	1 a 5
	Alta	2 a 12	-	1	6 a 12
	Moderada	-	-	2 e 3	-
	Nula a baixa	-	2 a 12	4 a 12	-
Processos	Máxima (100%)	-	-	-	-
	Muito alta	-	-	12	-
	Alta	9 a 11	9 a 11	1 a 3, 6 e 11	1 a 12
	Moderada	-	-	4, 5, 7, 8 e 10	-
	Nula a baixa	-	-	9	-
Pessoas	Máxima (100%)	-	-	-	-
	Muito alta	-	-	-	-
	Alta	1 a 4 e 6 a 11	1 e 8	1, 6, 7 e 9	1 a 12
	Moderada	12	6	8	-
	Nula a baixa	-	2 a 4, 7 e 9 a 12	2 a 5 e 10 a 12	-
Recompensas	Máxima (100%)	-	-	-	9
	Muito alta	-	-	-	5 e 8
	Alta	8 e 9	5 e 9	-	1, 3, 4, 7 e 11
	Moderada	3 a 6 e 10 a 12	4 e 10 a 12	6 e 10 a 12	2, 6, 10 e 12
	Nula a baixa	-	3, 6 e 8	1 a 5 e 7 a 9	-

Figura 9 – Chances de implantação das práticas se propostas por conselheiros independentes

#### IMPORTANTE:

As práticas 11, do vértice processos, 1, 6 e 8, do vértice pessoas e 10 a 12, do vértice recompensas, totalizando sete práticas (11,7% de 60 avaliadas, ou ainda, 20,6% de 34 não implantadas) teriam chance mínima de 50% de aceitação, se propostas por conselheiros representantes de minoritários ou por conselheiros independentes na COMPANHIA X.

## Questionários Q1 e Q4

VÉRTICE	AValiaÇÃO	CONSELH. 1	EXECUTIVA	CONSELH. 2	ESPEC.DIREITO
Estratégia	Máxima (100%)	1	-	-	1, 2, 4 a 10
	Muito alta	-	8	-	-
	Alta	5 a 11	7	-	3 e 11
	Moderada (50%)	-	-	-	12
	Nula a baixa	2 a 4 e 12	1 a 6 e 9 a 12	1 a 12	-
Estrutura	Máxima (100%)	-	-	-	-
	Muito alta	-	-	-	-
	Alta	-	-	-	1 a 12
	Moderada (50%)	1 a 12	-	1	-
	Nula a baixa	-	1 a 12	2 a 12	-
Processos	Máxima (100%)	-	-	-	1
	Muito alta	-	-	-	-
	Alta	-	-	-	-
	Moderada (50%)	1 a 12	-	-	-
	Nula a baixa	-	1 a 12	1 a 12	2 a 12
Pessoas	Máxima (100%)	-	-	-	1
	Muito alta	-	-	-	-
	Alta	-	-	-	-
	Moderada (50%)	12	10	-	2, 10 e 12
	Nula a baixa	1 a 11	1 a 9 e 11 e 12	1 a 12	3 a 9 e 11
Recompensas	Máxima (100%)	-	-	-	9
	Muito alta	-	-	-	-
	Alta	-	-	-	-
	Moderada (50%)	-	-	-	4, 5 e 8
	Nula a baixa	1 a 12	1 a 12	1 a 12	1 a 3, 6, 7, 10 a 12

Figura 10 – Identificação das chances de inclusão das 60 práticas em *acordos de acionistas*

## Questionários Q2 a Q4

VÉRTICE	GESTOR 2 E 4	GESTOR 5	ACIONISTA 4	ACIONISTA 5	ESPEC.DIREITO
Estratégia	Todas	1 e 5 a 9	6 a 8	1 a 9 e 11	1, 5 e 8
Estrutura	Todas	1, 3, 4 e 6	6 e 7	1 a 3, 5 a 8, 11 e 12	1 a 6 e 8
Processos	Todas	-	1, 3, 5, 8 e 9	5 a 7, 10 e 12	5 e 7
Pessoas	Todas	1 e 2	1	1, 2, 4, 6, 7 e 9	1
Recompensas	Todas	1, 4, 5 e 9	4, 5 e 9	1, 4 a 6, 8 e 9	9

Figura 11 – Identificação das práticas que o mercado deveria conhecer

Os gestores de portfólio 1 e 3, assim como os acionistas minoritários individuais 1 a 3, 6 e 7 não indicaram as práticas, razão pela qual as mesmas não estão representados.

APÊNDICE J  
DETALHAMENTO DA RESOLUÇÃO DA  
PRIMEIRA PARTE DO PROBLEMA DE PESQUISA

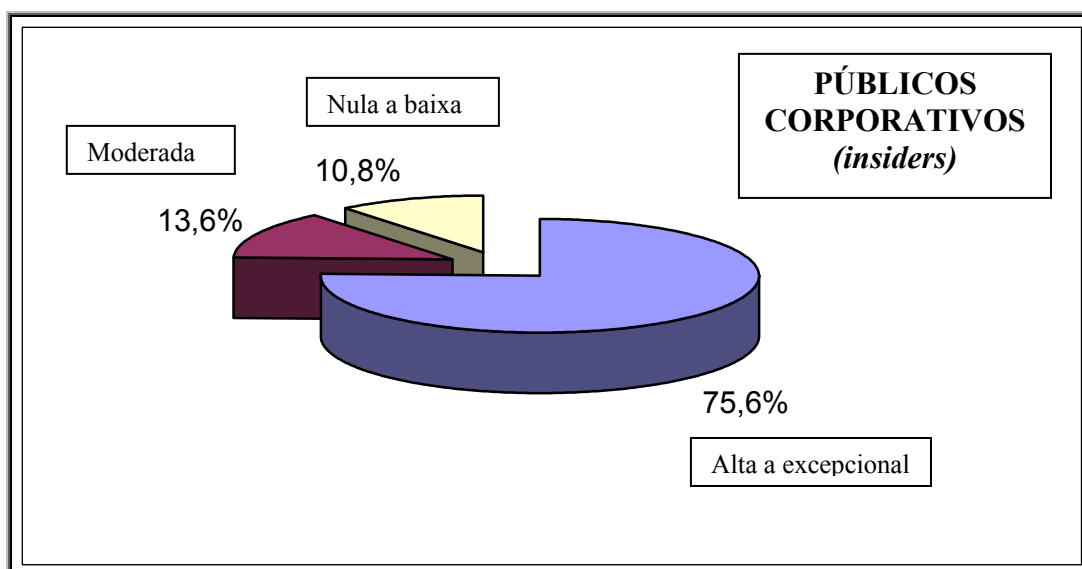


Figura 1 – Contribuição das 60 práticas para a melhoria do SDE e para atendimento aos interesses de todos os acionistas (média)

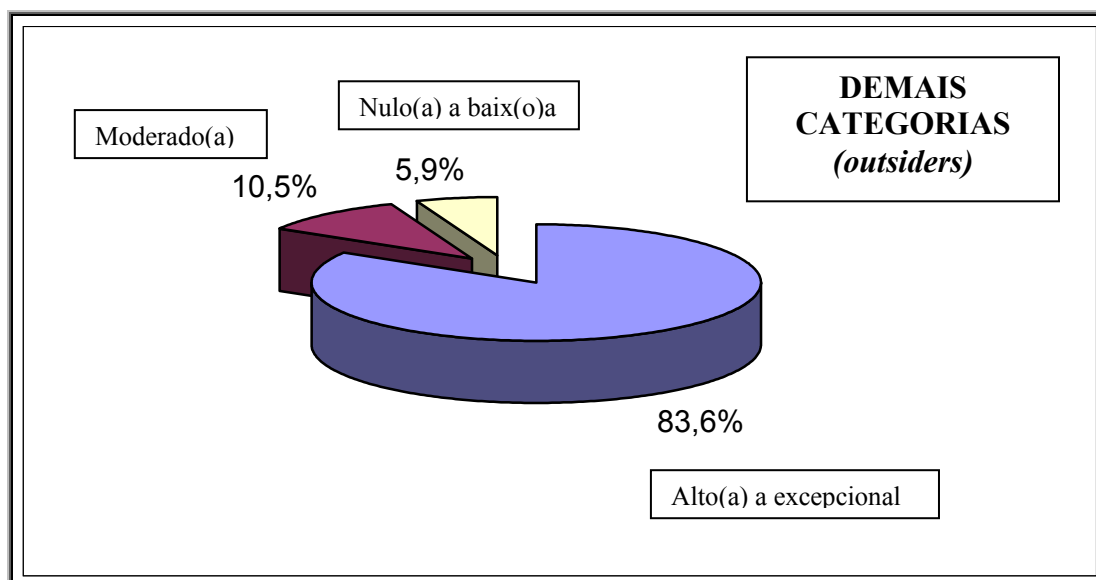


Figura 2 – Importância das cinco dimensões da *estrela* de Galbraith (1995) transposta ao SDE e interesse do entrevistado pelas mesmas (média)

**IMPORTANTE:**

A média entre 75,6% e 83,6% corresponde a 79,6%. Tal valor, meramente indicativo, pode ser visto como um *nível de qualificação positiva das práticas pelos entrevistados*. A média entre 13,6% e 10,5% é 12,1%. Já a média entre 10,8% e 5,9% (avaliações mais desfavoráveis) corresponde a 8,3%.

APÊNDICE J - DETALHAMENTO DA RESOLUÇÃO DA PRIMEIRA PARTE DO PROBLEMA DE PESQUISA

		ESTRATÉGIA	ESTRUTURA	PROCESSOS	PESSOAS	RECOMPENSAS	TOT
CONSELHEIRO 1	Excepcional	1	6	2	0	0	9
	Alta a Muito Alta	11	6	10	11	7	45
	Moderada	0	0	0	1	5	6
	Nula a Baixa	0	0	0	0	0	0
EXECUTIVA	Excepcional	2	0	0	0	0	2
	Alta a Muito Alta	8	11	12	4	7	42
	Moderada	1	1	0	5	1	8
	Nula a Baixa	1	0	0	3	4	8
CONSELHEIRO 2	Excepcional	9	1	6	4	0	20
	Alta a Muito Alta	1	2	6	1	4	14
	Moderada	1	4	0	1	8	14
	Nula a Baixa	1	5	0	6	0	12
GERENTE GERAL DE RI	Excepcional	0	5	2	0	1	8
	Alta a Muito Alta	9	6	10	11	7	43
	Moderada	1	1	0	0	1	3
	Nula a Baixa	2	0	0	1	3	6
TOTAL	Excepcional	12	12	10	4	1	39
	Alta a Muito Alta	29	25	38	27	25	144
	Moderada	3	6	0	7	15	31
	Nula a Baixa	4	5	0	10	7	26
	TOT	48	48	48	48	48	240
	Alta a Excepcional	41	37	48	31	26	183
	Moderada	3	6	0	7	15	31
	Nula a Baixa	4	5	0	10	7	26
	TOT	48	48	48	48	48	240
	Alta a Excepcional	85,4%	77,1%	100,0%	64,6%	54,2%	76,3%
	Moderada	6,3%	12,5%	0,0%	14,6%	31,3%	12,9%
	Nula a Baixa	8,3%	10,4%	0,0%	20,8%	14,6%	10,8%
	TOT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabela 1 – Estatísticas para os públicos corporativos (*insiders*) – contribuição das 60 práticas para a melhoria do SDE

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

		ESTRATÉGIA	ESTRUTURA	PROCESSOS	PESSOAS	RECOMPENSAS	TOTAL
CONSELHEIRO 1	Excepcional	1	7	3	0	0	11
	Alta a Muito Alta	11	5	9	11	7	43
	Moderada	0	0	0	1	5	6
	Nula a Baixa	0	0	0	0	0	0
EXECUTIVA	Excepcional	2	1	0	1	3	7
	Alta a Muito Alta	7	8	12	4	6	37
	Moderada	2	3	0	3	1	9
	Nula a Baixa	1	0	0	4	2	7
CONSELHEIRO 2	Excepcional	8	1	6	4	0	19
	Alta a Muito Alta	1	2	6	1	4	14
	Moderada	1	4	0	1	7	13
	Nula a Baixa	2	5	0	6	1	14
GERENTE GERAL DE RI	Excepcional	0	5	3	1	1	10
	Alta a Muito Alta	8	6	9	9	7	39
	Moderada	3	1	0	1	1	6
	Nula a Baixa	1	0	0	1	3	5
TOTAL	Excepcional	11	14	12	6	4	47
	Alta a Muito Alta	27	21	36	25	24	133
	Moderada	6	8	0	6	14	34
	Nula a Baixa	4	5	0	11	6	26
	TOT	48	48	48	48	48	240
	Alta a Excepcional	38	35	48	31	28	180
	Moderada	6	8	0	6	14	34
	Nula a Baixa	4	5	0	11	6	26
	TOT	48	48	48	48	48	240
	Alta a Excepcional	79,2%	72,9%	100,0%	64,6%	58,3%	75,0%
	Moderada	12,5%	16,7%	0,0%	12,5%	29,2%	14,2%
	Nula a Baixa	8,3%	10,4%	0,0%	22,9%	12,5%	10,8%
	TOT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabela 2 – Estatísticas para os públicos corporativos (*insiders*) – contribuição das 60 práticas para atendimento aos interesses de todos os acionistas

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

	ESTRATÉGIA	ESTRUTURA	PROCESSOS	PESSOAS	RECOMPENSAS		
GESTORES	6	5	4	6	5		
	7	7	7	7	7		
	7	5	5	5	4		
	6	6	6	7	6		
	6	4	5	6	4		
ESCORES	32	27	27	31	26		
ACIONISTAS	6	6	6	6	6		
	6	4	5	5	4		
	7	6	6	7	7		
	6	4	5	7	3		
	7	4	6	6	5		
	7	7	7	7	6		
4	3	3	5	3			
ESCORES	43	34	38	43	34		
ESPEC. DIREITO	6	6	5	5	5		
EXECUTIVOS	7	6	6	7	5		
	7	6	6	7	6		
	7	6	6	6	5,5		
	7	7	7	7	7		
	7	7	7	7	7		
ESCORES	35	32	32	34	30,5		
ALTA A EXCEPCIONAL	112	80	95	113	77,5		477,5
MODERADA	4	16	4	0	12		36
NULA A BAIXA	0	3	3	0	6		12
TOTAL	116	99	102	113	95,5		525,5
ALTA A EXCEPCIONAL	96,6%	80,8%	93,1%	100,0%	81,2%		90,9%
MODERADA	3,4%	16,2%	3,9%	0,0%	12,6%		6,9%
NULA A BAIXA	0,0%	3,0%	2,9%	0,0%	6,3%		2,3%
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%		100,0%

Tabela 3 – Estatísticas para os entrevistados exceto públicos corporativos (*outsiders*) – importância das cinco dimensões do SDE

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.

	ESTRATÉGIA	ESTRUTURA	PROCESSOS	PESSOAS	RECOMPENSAS		
GESTORES	6	3	3	5	5		
	7	7	7	7	7		
	7	4	4	6	6		
	6	6	7	7	7		
	5	3	4	5	3		
ESCORES	31	23	25	30	28		
ACIONISTAS	1	1	1	1	1		
	2	2	2	1	2		
	1	1	1	1	1		
	5	3	4	7	6		
	7	5	5	5	5		
	7	3	3	4	4		
4	4	4	4	4			
ESCORES	27	19	20	23	23		
ESPEC. DIREITO	6	6	6	6	6		
EXECUTIVOS	7	6	6	7	5		
	7	6	6	7	6		
	7	6	6	6	5,5		
	7	5	5	4	4		
	7	5	5	4	4		
ESCORES	35	28	28	28	24,5		
ALTA A EXCEPCIONAL	91	52	53	68	58,5		322,5
MODERADA	4	8	16	16	16		60
NULA A BAIXA	4	16	10	3	7		40
TOTAL	99	76	79	87	81,5		422,5
ALTA A EXCEPCIONAL	91,9%	68,4%	67,1%	78,2%	71,8%		76,3%
MODERADA	4,0%	10,5%	20,3%	18,4%	19,6%		14,2%
NULA A BAIXA	4,0%	21,1%	12,7%	3,4%	8,6%		9,5%
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%		100,0%

Tabela 4 – Estatísticas para os entrevistados exceto públicos corporativos (*outsiders*) – interesse pelas cinco dimensões do SDE

Fonte - Elaborada pela autora da dissertação.



APÊNDICE K – DETALHAMENTO DA RESOLUÇÃO DA SEGUNDA PARTE DO PROBLEMA DE PESQUISA

DISCRIMINAÇÃO	PRINCIPAIS <i>FRONTEIRAS POTENCIAIS DE INFLUÊNCIA</i> IDENTIFICADAS PELOS ENTREVISTADOS	RESPOSTAS-FONTE DOS ENTREVISTADOS (CAPÍTULO 4) (*)
AG	1. Postura do acionista majoritário quanto às contribuições de minoritários e/ou de seus representantes nas AG's	O gestor 3 menciona a forma de condução das AG's como fator que incentiva a presença de acionistas minoritários (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 2)
	2. <i>Política de relacionamento</i> com o mercado	O gestor 3 menciona a <i>política de relacionamento</i> com o mercado (APIMEC's, malas diretas, atendimentos pessoas etc) (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 2)
	3. Crença na efetividade de participar, mesmo com a hegemonia do majoritário	A executiva da COMPANHIA X menciona a participação dos fundos de ações nas AG's da companhia e a relevância de se fazer ouvir, mesmo que não seja factível influir nas votações O gestor 1 menciona o fato de as AG's constituírem oportunidades de questionamentos e exposição de pontos de vista Os entrevistados do BANCO ITAÚ mencionam a baixa participação de investidores nas AG's da companhia, apesar da divulgação feita, que pode estar associada à crença na inefetividade da participação A especialista em direito societário menciona como motivação a busca de conhecimento dos assuntos da companhia O presidente da APIMEC-MG manifesta certeza de que a participação nas AG's é crucial (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 2)
	4. <i>Ativismo</i> (mobilização) dos investidores	A executiva e o conselheiro 2 da COMPANHIA X mencionam a atuação expressiva de representantes de fundos de ações nas AG's da companhia O gestor 2 menciona a relevância do <i>ativismo</i> dos investidores O presidente da APIMEC-MG menciona a possibilidade de os investidores lutarem pela defesa dos seus direitos (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 2)
	5. Capacidade de organização (articulação) dos investidores	A executiva e o conselheiro 2 da COMPANHIA X mencionam o caráter organizado da participação de representantes de fundos de ações AG's da companhia O presidente da APIMEC-MG menciona a possibilidade de que obstáculos à participação, tais como deslocamentos e custos, sejam transpostos através da organização dos investidores, e ainda, a <i>internet</i> (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 2)

Figura 1 – Prospecção das Principais *Fronteiras Potenciais de Influência* de Acionistas Minoritários sobre o SDE (continua)

(\*) Entre parênteses, indicam-se as questões que originaram as respostas-fonte, vistas nos APÊNDICES A e B.

DISCRIMINAÇÃO	PRINCIPAIS <i>FRONTEIRAS POTENCIAIS DE INFLUÊNCIA</i> IDENTIFICADAS PELOS ENTREVISTADOS	RESPOSTAS-FONTE DOS ENTREVISTADOS (CAPÍTULO 4)
AG	6. Aprovação do balanço por acionistas minoritários (não prevista legalmente)	Fator mencionando pelo gestor 2 (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4; tal medida tem a ver com a AG)
	7. Cobrança dos cotistas dos fundos de investimento quanto à sua presença na AG	Fator mencionando pelo gestor 2 (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 2)
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	1. Intenção do acionista majoritário de criar valor para todos os acionistas	Fator mencionado pelo conselheiro 1 da COMPANHIA X e pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	2. Postura do acionista majoritário quanto ao compartilhamento do poder (propensão ao consenso)	Fator mencionado pelos entrevistados da COMPANHIA X e do BANCO ITAÚ (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 3) Fator mencionado pela executiva e pelo conselheiro 1 da COMPANHIA X (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4) Fator mencionado pelos entrevistados do BANCO ITAÚ (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	3. Visão de famílias majoritárias quanto à <i>bolsa de valores</i> como <i>locus</i> de formação de preço e de liquidez patrimonial	Fator mencionado pelo diretor de RI do BANCO ITAÚ (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)
	4. Visão cultural do acionista majoritário relativa aos interesses dos acionistas minoritários	Fator mencionado pelo vice-presidente da ANIMEC (APÊNDICE C, questão específica 2 do questionário Q5)
	5. Coerência entre o discurso e a prática de dirigentes corporativos	Fator mencionado pelo gestor 5 (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)
	6. <i>Política societária</i> (para evitar o <i>tunneling</i> )	Fator mencionado pelo gestor 1, ao mencionar a necessidade de eliminar da cadeia societária empresas limitadas ou formas societárias que permitam operações desconhecidas dos acionistas (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)
	7. <i>Política de divulgação</i>	Fator mencionado pelo acionista 5. O acionista 4 menciona a possibilidade de criação de relatório descrevendo o SDE. O acionista 6 menciona o uso da <i>internet</i> . A especialista em direito societário menciona a <i>política de divulgação</i> (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)

Figura 1 - Prospecção das Principais *Fronteiras Potenciais de Influência* de Acionistas Minoritários sobre o SDE (continua)

DISCRIMINAÇÃO	PRINCIPAIS <i>FRONTEIRAS POTENCIAIS DE INFLUÊNCIA</i> IDENTIFICADAS PELOS ENTREVISTADOS	RESPOSTAS-FONTE DOS ENTREVISTADOS (CAPÍTULO 4)
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	8. Adoção de padrões contábeis internacionais	Fator mencionado pelo acionista 2, o qual menciona os padrões norte-americanos (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)
	9. Disposições de <i>acordo de acionistas</i> de interesse dos minoritários	A especialista em direito societário menciona que os conselheiros serão livres para tomar decisões estratégicas que beneficiem os interesses de todos os acionistas – signatários e não signatários de <i>acordos de acionistas</i> , se os seus votos não estiverem vinculados aos referidos <i>acordos</i> . Ademais, ao comentar mais especificamente os <i>acordos</i> (na questão 14 do APÊNDICE B – comum com a categoria públicos corporativos), a especialista observa que os mesmos contemplam cláusulas de interesse de minoritários signatários (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	10. Direito ao voto (via posse de ações ordinárias)	Fator mencionado pelo gestor 1 (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)
	11. Atuação do conselho fiscal	Fator mencionado pelo vice-presidente da ANIMEC (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 3)
	12. Atuação da área de RI como <i>canal de mão-dupla</i> para as informações	Fator mencionado pelo conselheiro 2 da COMPANHIA X. (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 6) Fator também emergente das várias entrevistas com os minoritários (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 6) A relevância dessa área é citada pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questões 3 e 4)
	13. Adoção de <i>código de governana corporativa</i>	Fator mencionado pelos gestores 1 e 2 (o segundo menciona a <i>Cartilha da CVM</i> ) (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)
	14. Exposição da companhia aos investidores, através da realização de reuniões periódicas	Fator mencionado pelo vice-presidente da ANIMEC (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)
	15. Transparência informacional ( <i>disclosure</i> )	Fator mencionado pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)
	16. Interesse pela identificação das demandas dos investidores	Fator mencionado pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)
	17. Atuação dos investidores nas reuniões com a área de RI	Fator mencionado pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)
18. Prática do <i>rating</i> de ações	Fator mencionado pelo gestor 1 (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)	

Figura 1 - Prospecção das Principais *Fronteiras Potenciais de Influência* de Acionistas Minoritários sobre o SDE (continua)

DISCRIMINAÇÃO	PRINCIPAIS <i>FRONTEIRAS POTENCIAIS DE INFLUÊNCIA</i> IDENTIFICADAS PELOS ENTREVISTADOS	RESPOSTAS-FONTE DOS ENTREVISTADOS (CAPÍTULO 4)
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	19. Independência do conselho de administração	Fator mencionado pelo gestor 1 (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4) Fator mencionado pelo vice-presidente da ANIMEC (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	20. Trabalho em <i>fórum</i> do conselho, em busca das melhores alternativas para a companhia e para os acionistas	Fator mencionado pelo acionista 5 (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	21. Participação dos conselheiros na construção do <i>plano estratégico</i>	Fator mencionado pelo conselheiro 2 da COMPANHIA X (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	22. Foco dos conselheiros em estratégias de longo prazo	Fator mencionado pelo gestor 2 (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	23. Foco da companhia em resultados	Fator mencionado pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)
	24. Fundamentação das opiniões dos conselheiros	Fator mencionado pelos entrevistados do BANCO ITAÚ (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 3)
	25. Uso de critérios técnicos de decisão	Fator mencionado pelo conselheiro 1 da COMPANHIA X (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	26. Tempo disponível dos conselheiros, em função de sua participação em conselhos	Fator mencionado pelo gestor 5 (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	27. Competência técnica e capacidade de agregar valor dos conselheiros	Fator mencionado pelos conselheiros 1 e 2 da COMPANHIA X, pelos entrevistados do BANCO ITAÚ e pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	28. Maturidade do presidente do conselho de administração na condução das reuniões	Fator mencionado pelo conselheiro 2 da COMPANHIA X (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	29. Reconhecimento nacional e/ou do mercado quanto à competência dos conselheiros	Fator mencionado pelo conselheiro 2 da COMPANHIA X (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	30. Conexão pessoal dos conselheiros representantes de minoritários com a mídia	Fator mencionado pela acionista 1 (APÊNDICE C, questão comum 2)

Figura 1 - Prospecção das Principais *Fronteiras Potenciais de Influência* de Acionistas Minoritários sobre o SDE (continua)

DISCRIMINAÇÃO	PRINCIPAIS <i>FRONTEIRAS POTENCIAIS DE INFLUÊNCIA</i> IDENTIFICADAS PELOS ENTREVISTADOS	RESPOSTAS-FONTE DOS ENTREVISTADOS (CAPÍTULO 4)
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	31. Conscientização dos conselheiros quanto ao poder que lhes é concedido pela <i>Lei</i> .	Fator mencionado pela executiva da COMPANHIA X e pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	32. Conscientização dos conselheiros quanto à natureza da companhia, que é aberta e tem acionistas que devem ser tratados com equidade e ter rentabilidade em seus investimentos.	Fator mencionado pelo gestor 3 e pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	33. Comprometimento dos conselheiros com a companhia e com os seus resultados	Fator mencionado pelo gestor 5 e pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	34. Proatividade dos conselheiros ( <i>conhecer antes de decidir</i> ).	Fator mencionado pelo conselheiro 1 da COMPANHIA X (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	35. Personalidade dos conselheiros na defesa de pontos de vista, não se intimidando perante pares famosos ou reconhecidos por sua competência	Fator mencionado pelo diretor de RI do BANCO ITAÚ (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	36. Capacidade estratégica de os conselheiros construírem um relacionamento de respeito com seus pares, a longo prazo	Fator mencionado pelo gerente geral de RI do BANCO ITAÚ e pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	37. Atitude dos conselheiros perante <i>modismos corporativos</i> que não agregam valor econômico à companhia e aos seus acionistas.	Fator mencionado pelo gestor 2 (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
	38. Profissionalização dos conselheiros, no sentido de se tornarem <i>profissionais de conselho</i> .	Fator mencionado pelo gestor 5 e pelo vice-presidente da ANIMEC (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 5)
ÁREA DE RI	1. Visão de famílias majoritárias quanto à bolsa de valores como <i>locus</i> de formação de preço e de liquidez patrimonial.	Fator mencionado pelo diretor de RI do BANCO ITAÚ (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 6)
	2. Atuação da área como <i>canal de mão-dupla</i> para as informações.	Fator mencionado pelo conselheiro 2 da COMPANHIA X, pelo gerente geral de RI do BANCO ITAÚ, pelo vice-presidente da ANIMEC e pelo presidente da APIMEC-MG. O gestor 3 menciona o duplo <i>papel</i> do profissional de RI, no sentido de levar a informação até o mercado e no sentido de trazer subsídios do mercado para os decisores. O acionista 5 também tangencia a questão (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 6)
	3. Atuação do profissional de RI na defesa dos interesses dos agentes de mercado.	Fator mencionado pelos gestores 3 e 5 e pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 6)
	4. Dedicção exclusiva da área.	Fator tangenciado pelo gestor 5 e mencionado pelo vice-presidente da ANIMEC e pelo presidente da APIMEC-MG (APÊNDICE B, 3ª. parte, questão 4)

Figura 1 - Prospecção das Principais *Fronteiras Potenciais de Influência* de Acionistas Minoritários sobre o SDE (continua)

DISCRIMINAÇÃO	PRINCIPAIS <i>FRONTEIRAS POTENCIAIS DE INFLUÊNCIA</i> IDENTIFICADAS PELOS ENTREVISTADOS	RESPOSTAS-FONTE DOS ENTREVISTADOS (CAPÍTULO 4)
ÁREA DE RI	5. <i>Ativismo</i> (mobilização) dos investidores nas reuniões com a área de RI.	Fator mencionado pelo presidente da APIMEC-MG, que defende o <i>ativismo</i> (APÊNDICE B, 3ª parte, questão 6)
PERSPECTIVA MAIS ABRANGENTE	1. <i>Peso</i> do direito de propriedade (quanto mais ações ordinárias, mais poder)	Fator mencionado pelo vice-presidente da ANIMEC. O presidente da APIMEC-MG menciona a concentração de propriedade no Brasil (APÊNDICE C, Q5, questão específica 2)
	2. Visão cultural do acionista majoritário relativa aos interesses dos acionistas minoritários	Fator mencionado pelo vice-presidente da ANIMEC, pelo presidente da APIMEC-MG e pela diretora executiva do IBGC (APÊNDICE C, Q5, questão específica 2)
	3. Crença do acionista majoritário na obtenção de vantagens pela adoção de boas práticas de governança corporativa	Fator mencionado pelas executivas da BOVESPA (APÊNDICE C, Q5, questão específica 2)
	4. Conscientização dos agentes corporativos e de mercado quanto à necessidade de adotar boas práticas de governança corporativa	Fator mencionado pela diretora executiva do IBGC (APÊNDICE C, Q5, questões específica 1) A conscientização dos agentes corporativos também é comentada pelas executivas da BOVESPA (APÊNDICE C, Q5, questões específica 2)
	5. Estabelecimento de <i>quorum</i> qualificado em <i>estatutos</i> e <i>acordos de acionistas</i> para a votação de determinadas propostas	Fator mencionado pela especialista em direito societário (APÊNDICE C, Q4, questão específica 4)
	6. Disposições de <i>acordo de acionistas</i> de interesse dos minoritários	Fator mencionado pela especialista em direito societário (APÊNDICE C, Q4, questão específica 5)
	7. Direito ao voto (via posse de ações ordinárias) (**)	Fator mencionado pelas executivas da BOVESPA (APÊNDICE C, Q5, questão específica 1)
	8. Adesão à <i>câmara de arbitragem</i> (**)	Fator mencionado pelas executivas da BOVESPA (APÊNDICE C, Q5, questão específica 1)
	9. Mandato unificado para membros do conselho de administração (**)	Fator mencionado pelas executivas da BOVESPA (APÊNDICE C, Q5, questão específica 1)
	10. <i>Free float</i> mínimo (**)	Fator mencionado pelas executivas da BOVESPA (APÊNDICE C, Q5, questão específica 1)
	11. Concessão do <i>tag along</i> para acionistas minoritários (**)	Fator mencionado pelas executivas da BOVESPA (APÊNDICE C, Q5, questão específica 1)
	12. Adesão aos <i>Níveis 1 e 2 de governança corporativa</i> e ao <i>Novo Mercado</i>	Fator mencionado pelas executivas da BOVESPA (APÊNDICE C, Q5, questões específicas 1 e 2)
	13. Nível de satisfação das companhias com o seu valor de mercado	Fator mencionado pelas executivas da BOVESPA (APÊNDICE C, Q5, questão específica 2)

Figura 1 - Prospecção das Principais *Fronteiras Potenciais de Influência* de Acionistas Minoritários sobre o SDE (continua)

DISCRIMINAÇÃO	PRINCIPAIS <i>FRONTEIRAS POTENCIAIS DE INFLUÊNCIA</i> IDENTIFICADAS PELOS ENTREVISTADOS	RESPOSTAS-FONTE DOS ENTREVISTADOS (CAPÍTULO 4)
PERSPECTIVA MAIS ABRANGENTE	14. <i>Ativismo</i> dos investidores	O presidente da APIMEC-MG menciona o potencial de reivindicação do investidores, especialmente <i>institucionais</i> . (APÊNDICE C, Q5, questão específica 2) A importância do <i>ativismo</i> é mencionado pelas executivas da BOVESPA (APÊNDICE C, Q5, questão específica 3)

Figura 1 - Prospecção das Principais *Fronteiras Potenciais de Influência* de Acionistas Minoritários sobre o SDE (conclusão)

(\*\*) Os *fatores delimitantes (fronteiras de influência)* citados se enquadram nos segmentos especiais de governança corporativa criados pela BOVESPA, mas foram aqui discriminados por terem sido enfatizados pelas executivas da BOVESPA e com o propósito de estimular a discussão.

APÊNDICE L – *FRONTEIRAS DE INFLUÊNCIA DOS MINORITÁRIOS SOBRE O SDE*

FRONTEIRAS POTENCIAIS DE INFLUÊNCIA	STATUS 1	STATUS 2
<b>Assembléia Geral de Acionistas</b>		
1. Postura do acionista majoritário quanto às contribuições de minoritários e/ou de seus representantes nas AG's	Condução da AG com preocupação com a participação efetiva dos demais investidores	Condução da AG sem preocupação com a participação efetiva dos demais investidores
2. <i>Política de relacionamento</i> com o mercado	<i>Política de relacionamento</i> consistente	<i>Política de relacionamento</i> inexistente
3. Crença na efetividade de participar, mesmo com a hegemonia do majoritário	Os investidores acreditam na participação	Os investidores não acreditam na participação
4. <i>Ativismo</i> (mobilização) dos investidores	Os investidores são ativos nas cobranças	Os investidores não são ativos nas cobranças
5. Capacidade de organização (articulação) dos investidores	Os investidores são organizados	Os investidores não são organizados
6. Aprovação do balanço por acionistas minoritários (não prevista legalmente)	Os investidores aprovam o balanço	Os investidores não aprovam o balanço
7. Cobrança dos cotistas dos fundos de investimento quanto à sua presença na AG	Os cotistas são ativos nas cobranças	Os cotistas não são ativos nas cobranças
<b>Conselho de Administração</b>		
1. Intenção do acionista majoritário de criar valor para todos os acionistas	A intenção do acionista majoritário é de criar valor para todos os acionistas	A intenção do acionista majoritário é de criar valor apenas para si mesmo
2. Postura do acionista majoritário quanto ao compartilhamento do poder (propensão ao consenso)	O majoritário busca o consenso nas decisões do conselho de administração	O majoritário impõe suas decisões ao conselho de administração
3. Visão de famílias majoritárias quanto à <i>bolsa de valores</i> como <i>locus</i> de formação de preço e de liquidez patrimonial	A família vê a <i>bolsa de valores</i> como <i>locus</i> de formação de preço e de liquidez	A família não vê a <i>bolsa de valores</i> como <i>locus</i> de formação de preço e de liquidez
4. Visão cultural do acionista majoritário relativa aos interesses dos acionistas minoritários	O acionista majoritário valoriza os acionistas minoritários	O acionista majoritário não valoriza os acionistas minoritários
5. Coerência entre o discurso e a prática dos dirigentes corporativos	Há coerência entre o discurso e a prática	Não há coerência entre o discurso e a prática
6. <i>Política societária</i> (para evitar o <i>tunneling</i> )	<i>Política societária</i> consistente	<i>Política societária</i> inexistente
7. <i>Política de divulgação</i>	<i>Política de divulgação</i> consistente	<i>Política de divulgação</i> inexistente
8. Adoção de padrões contábeis internacionais	Padrões contábeis vigentes de nível internacional	Padrões contábeis vigentes de nível nacional
9. Disposições de <i>acordo de acionistas</i> de interesse dos minoritários	<i>Acordo de acionistas</i> contempla, em grande medida, interesses dos minoritários	<i>Acordo de acionistas</i> não contempla interesses dos minoritários
10. Direito ao voto (via posse de ações ordinárias)	O acionista detem ações ordinárias	O acionista detem ações preferenciais
11. Atuação do conselho fiscal	O conselho fiscal é atuante	O conselho fiscal não é atuante
12. Atuação da área de RI como <i>canal de mão-dupla</i> para as informações	A área de RI atua como <i>canal de mão-dupla</i>	A área não atua como <i>canal de mão-dupla</i>
13. Adoção de <i>código de governança corporativa</i>	A companhia adota <i>código de governança</i>	A companhia não adota <i>código de governança</i>
14. Exposição da companhia aos investidores, através da realização de reuniões periódicas	A companhia se expõe aos investidores, através de reuniões periódicas	A companhia não se expõe aos investidores
15. Transparência informacional ( <i>disclosure</i> )	A companhia é transparente	A companhia não é transparente
16. Interesse pela identificação das demandas dos investidores	A companhia se interessa pelas demandas dos investidores	A companhia não se interessa pelas demandas dos investidores

Figura 1 – Identificação do *status*-limite das fronteiras de influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE (continua)



FRONTEIRAS POTENCIAIS DE INFLUÊNCIA	STATUS 1	STATUS 2
17. Atuação dos investidores nas reuniões com a área de RI	Os investidores são atuantes nas reuniões	Os investidores não são atuantes nas reuniões
18. Prática do <i>rating</i> de ações	A companhia se submete ao <i>rating</i>	A companhia se submete ao <i>rating</i>
19. Independência do conselho de administração	O conselho de administração é independente	O conselho de administração não é independente
20. Trabalho em <i>fórum</i> do conselho, em busca das melhores alternativas para a companhia e para os acionistas	O conselho de administração trabalha em <i>forum</i>	O conselho de administração não trabalha em <i>forum</i> , limitando-se a obedecer o majoritário
21. Participação dos conselheiros na construção do <i>plano estratégico</i>	Os conselheiros ajudam a construir o <i>plano estratégico</i>	Os conselheiros não ajudam a construir o <i>plano estratégico</i> , imposto pelo majoritário
22. Foco dos conselheiros em estratégias de longo prazo	Os conselheiros têm visão de longo prazo	Os conselheiros têm visão de curto prazo
23. Foco da companhia em resultados	A companhia é focada em resultados	A companhia não é focada em resultados
24. Fundamentação das opiniões dos conselheiros	As opiniões dos conselheiros são fundamentadas	As opiniões dos conselheiros não são fundamentadas
25. Uso de critérios técnicos de decisão	As decisões são baseadas em critérios técnicos	As decisões não são baseadas em critérios técnicos
26. Tempo disponível dos conselheiros, em função de sua participação em conselhos	Os conselheiros dedicam muito tempo à companhia	Os conselheiros dedicam pouco tempo à companhia
27. Competência técnica e capacidade de agregar valor dos conselheiros	Os conselheiros agregam valor à companhia	Os conselheiros não agregam valor à companhia
28. Maturidade do presidente do conselho na condução das reuniões	O presidente sabe conduzir reuniões	O presidente não sabe conduzir reuniões
29. Reconhecimento nacional e/ou do mercado quanto à competência dos conselheiros	Os conselheiros são reconhecidos nacionalmente pela competência	Os conselheiros não são reconhecidos nacionalmente pela competência
30. Conexão pessoal dos conselheiros representantes de minoritários com a mídia	Os conselheiros são ligados à mídia	Os conselheiros não são ligados à mídia
31. Conscientização dos conselheiros quanto ao poder que lhes é concedido pela <i>Lei</i>	Os conselheiros são conscientes quanto à <i>Lei das SA's</i> e suas disposições	Os conselheiros não são conscientes quanto à <i>Lei das SA's</i> e suas disposições
32. Conscientização dos conselheiros quanto à natureza da companhia, que é aberta e tem acionistas que devem ser tratados com equidade e ter rentabilidade em seus investimentos	Os conselheiros são conscientes quanto à natureza da companhia aberta e aos direitos de todos os acionistas	Os conselheiros não são conscientes quanto à natureza da companhia aberta e aos direitos de todos os acionistas
33. Comprometimento dos conselheiros com a companhia e com seus resultados	Os conselheiros são comprometidos	Os conselheiros não são comprometidos
34. Proatividade dos conselheiros ( <i>conhecer antes de decidir</i> )	Os conselheiros são proativos	Os conselheiros não são proativos
35. Personalidade dos conselheiros na defesa de pontos de vista, não se intimidando perante pares famosos ou reconhecidos por sua competência	Os conselheiros não se intimidam perante pares famosos ao defender idéias razoáveis	Os conselheiros se intimidam perante pares famosos ao defender idéias razoáveis
36. Capacidade estratégica de os conselheiros construírem um relacionamento de respeito com seus pares, a longo prazo	Os conselheiros têm capacidade de se fazer respeitar por seus pares, no longo prazo	Os conselheiros não têm capacidade de se fazer respeitar por seus pares
37. Atitude dos conselheiros perante modismos corporativos que não agregam valor econômico à companhia e aos seus acionistas	Os conselheiros não valorizam <i>modismos</i> que não agregam valor	Os conselheiros valorizam <i>modismos</i> que não agregam valor

Figura 1 – Identificação do *status*-limite das fronteiras de influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE (continua)

FRONTEIRAS POTENCIAIS DE INFLUÊNCIA	STATUS 1	STATUS 2
38. Profissionalização dos conselheiros, no sentido de se tornarem <i>profissionais de conselho</i>	Os conselheiros são <i>profissionais de conselho</i>	Os conselheiros não são <i>profissionais de conselho</i>
<b>Área de Relações com Investidores</b>		
1. Visão de famílias majoritárias quanto à <i>bolsa de valores</i> como <i>locus</i> de formação de preço e de liquidez patrimonial	A família vê a <i>bolsa de valores</i> como <i>locus</i> de formação de preço e de liquidez	A família não vê a <i>bolsa de valores</i> como <i>locus</i> de formação de preço e de liquidez
2. Atuação da área como <i>canal de mão-dupla</i> para as informações	A área de RI atua como <i>canal de mão-dupla</i>	A área não atua como <i>canal de mão-dupla</i>
3. Atuação do profissional de RI na defesa dos interesses dos agentes de mercado	O profissional de RI atua como defensor dos minoritários	O profissional de RI não atua como defensor dos minoritários
4. Dedicção exclusiva da área	A área de RI é dedicada à função de RI	A área de RI não é dedicada à função de RI
5. <i>Ativismo</i> (mobilização) dos investidores nas reuniões com a área de RI	Os investidores são ativos nas cobranças	Os investidores não são ativos nas cobranças
<b>Perspectiva Mais Abrangente (Executivos de Organizações de Mercado)</b>		
1. <i>Peso</i> do direito de propriedade (quanto mais ações ordinárias, mais poder)	O acionista minoritário tem participação expressiva no capital da companhia	O acionista minoritário não tem participação expressiva no capital da companhia
2. Visão cultural do acionista majoritário relativa aos interesses dos acionistas minoritários	O acionista majoritário valoriza os acionistas minoritários	O acionista majoritário não valoriza os acionistas minoritários
3. Crença do acionista majoritário na obtenção de vantagens pela adoção de boas práticas de governança corporativa	O acionista majoritário acredita nas vantagens da adoção de boas práticas de governança	O acionista majoritário não acredita nas vantagens da adoção de boas práticas de governança
4. Conscientização dos agentes corporativos e de mercado quanto à necessidade de adotar boas práticas de governança corporativa	Os agentes de mercado são conscientes quanto à necessidade de adotar boas práticas	Os agentes de mercado não são conscientes quanto à necessidade de adotar boas práticas
5. Estabelecimento de <i>quorum</i> qualificado em <i>estatutos</i> e <i>acordos de acionistas</i> para a votação de determinadas propostas	Exige-se <i>quorum</i> qualificado em <i>estatuto</i> e <i>acordo de acionistas</i> para determinadas votações	Não se exige <i>quorum</i> qualificado em <i>estatuto</i> ou <i>acordo de acionistas</i> para determinadas votações
6. Disposições de <i>acordo de acionistas</i> de interesse dos minoritários	<i>Acordo de acionistas</i> contempla, em grande medida, interesses dos minoritários	<i>Acordo de acionistas</i> não contempla interesses dos minoritários
7. Direito ao voto (via posse de ações ordinárias)	O acionista detém ações ordinárias	O acionista detém ações preferenciais
8. Adesão à <i>câmara de arbitragem</i>	A companhia aderiu à <i>câmara de arbitragem</i>	A companhia não aderiu à <i>câmara de arbitragem</i>
9. Mandato unificado para membros do conselho de administração	Os conselheiros têm mandato unificado	Os conselheiros não têm mandato unificado
10. <i>Free float</i> mínimo	O <i>free float</i> mínimo é observado	O <i>free float</i> mínimo não é observado
11. Concessão do <i>tag along</i> para acionistas minoritários	O <i>tag along</i> é concedido aos minoritários	O <i>tag along</i> não é concedido aos minoritários
12. Adesão aos <i>Níveis 1 e 2 de governança corporativa</i> e ao <i>Novo Mercado</i>	A companhia aderiu aos segmentos citados	A companhia não aderiu aos segmentos citados
13. Nível de satisfação das companhias com o seu valor de mercado	As companhias não estão satisfeitas com seu valor de mercado	As companhias estão satisfeitas com seu valor de mercado
14. <i>Ativismo</i> dos investidores	Os investidores são ativos nas cobranças	Os investidores não são ativos nas cobranças

Figura 1 – Identificação do *status*-limite das fronteiras de influência dos acionistas minoritários excluídos do controle sobre o SDE (conclusão)

## APÊNDICE M

### CONTRIBUIÇÕES DE ENTREVISTADOS DAS CATEGORIAS PESQUISADAS ÀS FIGURAS 20, 21 E 22 DO CAPÍTULO 5

As figuras 20, 21 e 22 do capítulo 5 da dissertação foram construídas em conjunto com e validadas por uma parcela significativa dos entrevistados (com exceção dos sete acionistas minoritários individuais e de quatro entrevistados, indisponíveis em função de suas agendas na ocasião das entrevistas). Submetidos à questão *as figuras indicadas representam a realidade das organizações, especialmente das companhias com ações em bolsa de valores?*, os mesmos responderam positivamente.

As figuras tiveram uma primeira versão, acrescida de um texto descritivo. O texto em questão, bem como as considerações dos entrevistados, na seqüência de sua apresentação, são vistos a seguir.

#### TEXTO SUBMETIDO AOS ENTREVISTADOS

No que concerne à proposta de uma forma de representação da arquitetura organizacional que expande a *estrela de Galbraith (1995)*, a qual emerge da pesquisa realizada - em especial, da transposição da *estrela* ao ambiente de governança corporativa de companhias com ações em *bolsa de valores* -, representa-se tal proposta nas figuras 20, 21 e 22, descrevendo-se suas premissas a seguir:

- ❑ a organização coordena atividades econômicas e sociais e está inserida no macroambiente, caracterizado pela multiplicidade de agentes e pelas *regras do jogo*;
- ❑ a AG é uma instância supra-organizacional, parte do macroambiente, à qual se subordina a organização;
- ❑ existem três dimensões básicas na organização:
  - a dimensão da cultura, no âmbito da qual são formadas as *regras do jogo* informais que imperam na organização;
  - a dimensão da governança corporativa (ambiente de governança corporativa), *locus* ou nível de condução dos negócios organizacionais, incluindo os conselhos de administração e fiscal, a presidência e a diretoria, os comitês do conselho, a área de RI e outras instâncias;
  - a dimensão da gestão das operações da companhia (ambiente de gestão das operações), *locus* ou nível de detalhamento e execução da estratégia e de desenvolvimento de outras atividades;
- ❑ as três dimensões básicas podem ser estudadas em termos de dimensões descritivas, explícitas e implícitas, cujo conhecimento pode ser relevante:
  - estratégia (subjacente ao *plano de negócio*, existe um conjunto de premissas corporativas);
  - estrutura (subjacente à estrutura formal, existe a estrutura informal);
  - processos (subjacentes aos processos, existem fluxos informacionais);
  - pessoas (subjacentes às capacitações adquiridas, existem motivações, princípios e valores pessoais);
  - recompensas (subjacentes aos critérios estabelecidos, existem contratos formais e informais);
  - *endomarketing* (subjacente à disseminação externa da cultura organizacional, a qual contribui para a formação da imagem corporativa junto aos agentes externos, existe uma disseminação interna da cultura, que é relevante);
- ❑ os limites que separam as *dimensões da governança corporativa e da gestão das operações* são tênues, tendo em vista que a presidência a diretoria transitam em ambas;

- ❑ o ambiente de governança corporativa é caracterizado pela existência de um conjunto de *sistemas de governança corporativa*, representados na figura 21 e discriminados na figura 22;
- ❑ os sistemas indicados estão a serviço da AG, além de outros públicos relevantes ou *stakeholders*, e alcançam, portanto, a mesma. Determinadas instâncias de governança corporativa podem se repetir para diversos sistemas (por exemplo: o conselho de administração, a presidência, a diretoria e a área de RI são comuns a vários).

## COMENTÁRIOS DOS ENTREVISTADOS

A AG, representada nas figuras 20 e 21, constitui uma instância supra-organizacional, a qual determina o objetivo social (expresso no *estatuto*), os recursos financeiros, a missão e as premissas culturais da organização. A dimensão da cultura é fundamental em âmbito organizacional (Sr. Gregório Mancebo Rodriguez, vice-presidente da ANIMEC).

-----

As figuras 20 e 21 não devem ser vistas como um modelo de governança corporativa, mas como uma forma de representação da realidade das companhias com ações em *bolsa de valores*, onde as dimensões representadas fazem sentido<sup>95</sup>. Pode ser que existam outras dimensões descritivas, além daquelas representadas. Os sistemas de governança corporativa indicados na figura 21 e detalhados na figura 22 contemplam as principais funções de governança corporativa (Sra. Heloísa Bedicks, diretora executiva do IBGC).

-----

As executivas da BOVESPA apresentaram o seguinte comentário em relação às figuras 20, 21 e 22 e aos seus pressupostos:

"A representação proposta é interessante, pois insere, de forma clara, o sistema de governança corporativa na estrutura organizacional da empresa; dessa forma busca retratar os poderes e os ambientes de tomada de decisão que têm influência na empresa. É muito interessante que as teorias de administração de empresas pensem a estrutura organizacional das empresas incluindo as instâncias de controle e de tomada de decisões estratégicas" (Maria Helena Santana, superintendente de relações com empresas da BOVESPA, e Adriana P. Sanches, supervisora de desenvolvimento de empresas da entidade, 2003)<sup>96</sup>.

<sup>95</sup> A mestranda concorda com a diretora executiva do IBGC, pois as figuras 20 a 22 não se destinam à proposta de um modelo de governança corporativa, e sim, à demonstração de que existe, na arquitetura das organizações, as dimensões da cultura organizacional, da governança corporativa e da gestão das operações organizacionais.

<sup>96</sup> A palavra *estrutura* e a expressão *estrutura organizacional* significam aqui arquitetura organizacional ou projeto da organização.

A cultura é uma dimensão básica da organização, que deve ser representada acima das dimensões da governança corporativa e das operações organizacionais. Ademais, além das cinco dimensões descritivas preliminarmente representadas (estratégia, estrutura, processos, pessoas e recompensas), cumpre representar uma sexta dimensão descritiva: o *endomarketing*, relacionada à disseminação da cultura organizacional, externa e internamente (Sr. Geraldo Soares, gerente geral de RI do BANCO ITAÚ *HOLDING FINANCEIRA S/A*).

-----

As figuras 20 a 22 são válidas e podem ser reinterpretadas inclusive consoante o porte da organização. Nas pequenas firmas, a AG se reduz à figura dos proprietários, os sistemas de governança corporativa são mais singelos e o ambiente de gestão das operações tem grande importância relativa (executiva, *COMPANHIA X*).

-----

A cultura deve estar representada acima das dimensões da governança corporativa e da gestão das operações. As AG's no Brasil ainda não podem ser comparadas àquelas realizadas em mercados mais evoluídos, mas é importante destacar a rapidez com a qual vêm se desenvolvendo no Brasil, assumindo gradativamente mais destaque, representatividade e importância no contexto das corporações. Isso como fruto, em grande parte, da organização crescente dos minoritários (conselheiro 1, *COMPANHIA X*).

-----

Há transferência de poder da AG para o conselho de administração no Brasil, que deve ser indicada na figura 22. Tal transferência não é, necessariamente, algo negativo, dadas as condições culturais específicas do País, onde as AG's são pouco expressivas (conselheiro 2, *COMPANHIA X*).

-----

A inclusão dos contratos, sob o prisma legal, é relevante; os contratos regulam a maior parte das relações de negócio da companhia (especialista em direito societário).

-----

Cumpre representar um sistema de responsabilidade social e ambiental, tendo em vista a crescente relevância dessas questões no Brasil e no mundo. É relevante que a estratégia, definida no ambiente de governança corporativa, perpassse toda a organização. Entretanto, podem existir *segredos corporativos* (tecnologias proprietárias), cujas bases estratégicas e aspectos operacionais estejam restritos apenas a uma parte da organização; nessas situações, a disseminação da estratégia não seria homogênea na organização (gestor 1).

-----

A estratégia é uma questão de governança corporativa no que concerne à concepção e formulação; mas os estrategistas organizacionais devem considerar o ambiente de gestão das operações, tanto nessas etapas quanto na etapa de implementação da estratégia; sem isso, a estratégia pode falhar. Boas idéias podem emergir do ambiente das operações e serem agregados à estratégia (gestor 4).

-----

As figuras e suas premissas são válidas e poderão ter utilidade para profissionais ligados à alta administração, profissionais de investimentos e outros estudiosos ou interessados no campo da governança corporativa (gestor 5).

-----

O conselho fiscal, o comitê de auditoria e a auditoria independente deveriam estar sob influência relevante dos acionistas minoritários (gestor 2).

## APÊNDICE N

## PRINCIPAIS SUGESTÕES E IDÉIAS DADAS POR ENTREVISTADOS (INDEPENDENTEMENTE DE SUA VIABILIDADE)

SUGESTÕES E IDÉIAS	CATEGORIA DE ENTREVISTADOS QUE ORIGINOU A SUGESTÃO
1. APROVAÇÃO DO BALANÇO POR ACIONISTAS MINORITÁRIOS	GESTORES DE PORTFÓLIO
2. COBRANÇA DOS COTISTAS AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO: EXIGÊNCIA DA IDA DE GESTORES ÀS AG's	GESTORES DE PORTFÓLIO
3. CRIAÇÃO DA <i>SALA DO ACIONISTA</i> <sup>97</sup>	PÚBLICOS CORPORATIVOS (COMPANHIA X)
4. CRIAÇÃO DE TRIBUNAIS ESPECIAIS PARA JULGAR MATÉRIAS ESPECÍFICAS DO MERCADO DE CAPITAIS	GESTORES DE PORTFÓLIO
5. CRITÉRIO DE QUARENTENA PARA DIRIGENTES QUE SAÍREM DA EMPRESA, CONFORME OCORRE NO SETOR PRIVADO	GESTORES DE PORTFÓLIO
6. GRUPOS DE FOCO DE ACIONISTAS ( <i>FOCUS GROUPS</i> )	PÚBLICOS CORPORATIVOS (BANCO ITAÚ)
7. INCENTIVO A POLÍTICAS DE DIVIDENDOS ATRATIVAS PARA A POPULAÇÃO	ESPECIALISTA EM DIREITO SOCIETÁRIO
8. INCENTIVOS FISCAIS PARA DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS	GESTORES DE PORTFÓLIO
9. INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, ATRAVÉS DE APRESENTAÇÃO DE UMA <i>LISTA TRÍPLICE</i> PARA ESCOLHA PELOS INVESTIDORES DO MERCADO DE CAPITAIS	EXECUTIVOS DE ORGANIZAÇÕES DE MERCADO (VICE-PRESIDENTE DA ANIMEC)
10. MANUTENÇÃO DA PRESIDÊNCIA EXECUTIVA E DAS DIRETORIAS NAS ESTATAIS, QUANDO HOVER TROCA DE GOVERNO	EXECUTIVOS DE ORGANIZAÇÕES DE MERCADO (VICE-PRESIDENTE DA ANIMEC)

Figura 1 – Relação das principais sugestões e idéias dadas por entrevistados das categorias entrevistadas (continua)

SUGESTÕES E IDÉIAS	CATEGORIA DE ENTREVISTADOS QUE ORIGINOU A SUGESTÃO
11. MELHORIA DA DISPONIBILIZAÇÃO DE INFORMAÇÕES, INCLUINDO INFORMAÇÕES SOBRE A FORMA COMO SÃO TOMADAS AS DECISÕES (INCLUSÃO DE ITEM EM RELATÓRIO EXISTENTE OU CRIAÇÃO DE RELATÓRIO)	ACIONISTAS MINORITÁRIOS
12. PROPAGANDA DO MERCADO DE CAPITAIS NA TELEVISÃO (REDE GLOBO)	ACIONISTAS MINORITÁRIOS
13. SUBSTITUIÇÃO DOS RELATÓRIOS TRIMESTRAIS POR JORNAIS TRIMESTRAIS	PÚBLICOS CORPORATIVOS (BANCO ITAÚ)
14. USO DA <i>INTERNET</i> NA DIVULGAÇÃO <i>EX ANTE</i> E <i>EX POST</i> DE EVENTOS	GESTORES DE PORTFÓLIO E ACIONISTAS MINORITÁRIOS
15. VOTAÇÃO NAS AG's PELA <i>INTERNET</i>	GESTORES DE PORTFÓLIO
16. <i>SITE</i> DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES AMIGÁVEL	EXECUTIVOS DE ORGANIZAÇÕES DE MERCADO (VICE-PRESIDENTE DA ANIMEC)

Figura 1 – Relação das principais sugestões e idéias dadas por entrevistados das categorias entrevistadas (conclusão)

<sup>97</sup> Tal sala também poderia ter uma versão virtual, no *site* de RI da companhia.



# 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](#)