



# Guia Prático de Governança Corporativa

Experiências do Círculo de Companhias da América Latina

Motivação



Direitos Autorais © 2010 Corporação Financeira Internacional  
2121 Pennsylvania Ave., NW, Washington, DC 20433  
Estados Unidos da América

*Um Membro do Grupo Banco Mundial*

Todos os direitos reservados

As constatações, interpretações e conclusões expressas nesta publicação não devem ser atribuídas de forma alguma à Corporação Financeira Internacional (IFC), à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), a suas organizações afiliadas ou aos membros dos respectivos conselhos de administração ou aos países que eles representam. A IFC e a OCDE não garantem a exatidão dos dados incluídos nesta publicação e não aceitam qualquer responsabilidade decorrente do seu uso. As informações sobre as empresas, organizadas pelas próprias integrantes do Círculo de Companhias da Mesa Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa, refletem a visão de suas diretorias executivas e conselhos de administração no que se refere aos motivos, desafios, soluções e benefícios obtidos com o planejamento e implementação das regras e melhores práticas de governança.

Esta publicação é protegida por direitos autorais. A cópia e/ou a reprodução total ou parcial desse material sem permissão pode constituir violação das leis em vigor. A IFC e a OCDE incentivam, no entanto, a divulgação desse conteúdo e de antemão concedem permissão para sua reprodução parcial para uso pessoal e não comercial, sem direito de revenda, redistribuição ou criação de trabalhos derivados. Qualquer outra cópia ou uso deste trabalho requer a autorização expressa por escrito da IFC.

# Guia Prático de Governança Corporativa

Experiências do Círculo de Companhias da América Latina

## **Corporação Financeira Internacional (IFC)**

A Corporação Financeira Internacional (IFC — International Finance Corporation) integra o Grupo do Banco Mundial, tendo sido fundada em 1956 para incentivar a liderança do setor privado no crescimento econômico sustentável dos países em desenvolvimento através de financiamentos de projetos, mobilização de capital nos mercados financeiros internacionais e prestação de serviços de consultoria empresarial e governamental. A IFC oferece suporte para que empresas e instituições financeiras em países emergentes promovam a geração de empregos e receitas tributárias, além de incrementar as práticas de governança corporativa e desempenho ambiental, contribuindo com as comunidades locais.

Na América Latina e no Caribe, a IFC concentra suas atividades nos principais desafios ao desenvolvimento enfrentados pela região, trabalhando na melhoria do ambiente de negócios ao oferecer acesso mais amplo a financiamentos e incentivar o aumento da infraestrutura. As prioridades estratégicas da IFC na região também incluem:

“Incentivar a sustentabilidade — ambiental e social e elevar os padrões de governança corporativa.”

O objetivo é promover a vida, especialmente daquelas pessoas que mais podem se beneficiar do desenvolvimento econômico.

## **Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)**

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) é um fórum único em que os governos de 30 democracias trabalham em conjunto e em colaboração estreita com outras economias para abordar os desafios econômicos, sociais e ambientais da globalização. Um desses desafios é a governança corporativa, um tópico sobre o qual a OCDE desenvolveu um conjunto de Princípios acordados internacionalmente e que tem servido como base para diálogos regionais sobre o tema em todo o mundo. A Mesa Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa é uma das iniciativas organizadas anualmente pela OCDE em parceria com a IFC/Grupo Banco Mundial e com o apoio do Fórum Global de Governança Corporativa, oferecendo a oportunidade para que os governos e demais partes interessadas possam comparar experiências, buscar respostas para problemas comuns, identificar boas práticas e trabalhar para coordenar políticas nacionais e internacionais.

## **Fórum Global de Governança Corporativa (GCGF)**

O Fórum Global de Governança Corporativa é um fundo fiduciário de vários doadores da Corporação Financeira Internacional (IFC), que integra os Serviços de Consultoria da instituição. Fundado em 1999 pelo Banco Mundial e pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Fórum promove o setor privado como motor do desenvolvimento econômico, reduz a vulnerabilidade de economias em desenvolvimento e em transições em crises financeiras e incentiva que as empresas invistam para produzir com mais eficiência e responsabilidade social. O Fórum patrocina iniciativas locais e regionais que debatam os pontos fracos da governança corporativa em países de baixa e média rendas dentro do contexto de programas econômicos nacionais ou regionais mais amplos. Além da IFC, o Fórum é financiado atualmente por agências dos governos da França, Luxemburgo, Holanda, Noruega e Suíça.

# Sumário

viii	<b>Sobre o Círculo de Companhias – Uma palavra do presidente</b>
xi	<b>Prefácio</b>
xiii	<b>Agradecimentos</b>
3	<b>Introdução</b>
11	<b>Capítulo 1 Motivação: os motivos definem os meios</b>
13	<b>1 Acessando capital ou reduzindo o custo do capital</b>
14	1.1 Boa governança leva a melhores avaliações de mercado
18	1.2 Atraindo e retendo acionistas
19	1.3 Reduzindo o custo do capital, diversificando a estrutura de capital
20	<b>2 Enfrentando e respondendo às pressões do mercado externo</b>
21	<b>3 Equilibrando os interesses algumas vezes divergentes dos acionistas</b>
24	<b>4 Resolvendo questões de governança em empresas familiares</b>
26	<b>5 Garantindo a sustentabilidade das empresas</b>
29	5.1 Atraindo e retendo executivos para garantir a implementação de estratégias
31	<b>6 Obtendo melhores resultados operacionais</b>
37	<b>Capítulo 2 Alinhamento de propósitos: mudando atitudes e gerando compromisso</b>
38	<b>1 Acordar sobre uma visão comum; alinhar interesses</b>
38	1.1 Superando o problema de agência: aproximando os interesses de gestores e proprietários
39	1.2 Identificar os promotores da governança corporativa
40	1.3 Desenvolvendo uma compreensão comum em toda a empresa
45	1.4 Compreendendo as fontes de resistência; tomando medidas para superar
47	<b>2 Mudando atitudes</b>
51	<b>Capítulo 3 Planejando e definindo prioridades</b>
52	<b>1 Definindo as prioridades</b>
53	1.1 As motivações orientam a priorização
55	<b>2 O papel dos padrões de referência (benchmarks)</b>
57	<b>3 Fontes de aconselhamento e orientação</b>
60	<b>4 Menos é mais: desenhe um roteiro de fácil compreensão</b>

<b>65</b>	<b>Capítulo 4 O que fazer: principais práticas de boa governança corporativa</b>
66	<b>1 Formalização das políticas de governança: códigos e diretrizes</b>
71	<b>2 Funcionamento do conselho de administração e relações com os diretores executivos</b>
71	2.1 O conselho de administração: o motor da governança
73	2.2 A composição do conselho de administração: tamanho, mix de aptidões e experiências
75	2.3 Independência dos conselheiros
78	2.4 Comitês especializados: analisando a fundo as questões
82	2.5 Procedimentos do conselho de administração
84	2.6 Conselhos melhores requerem avaliação de desempenho
87	2.7 A eficácia do conselho exige atenção a vários detalhes
88	2.8 Relacionamento entre o conselho de administração e a diretoria executiva
92	2.9 O relacionamento entre o presidente do conselho de administração e o presidente executivo
95	2.10 Planejamento de sucessão para os executivos seniores
97	2.11 Sistemas de monitoramento para medir o desempenho, avaliação e remuneração da gestão
99	<b>3 Fortalecimento dos direitos de acionistas e manutenção do alinhamento</b>
99	3.1 Organizando as assembleias de acionistas
102	3.2 Assembleias em empresas com grande base de acionistas
105	3.3 Direitos a tag-along
108	3.4 Criando regras claras para tratar conflitos de interesse
109	<b>4 Melhoria do ambiente de controle</b>
114	<b>5 Transparência e divulgação de informações</b>
115	5.1 Organizando a divulgação de informações
117	5.2 Comunicação com o mercado: muito mais do que transparência
<b>127</b>	<b>Capítulo 5 Desafios da governança corporativa nas empresas familiares</b>
128	<b>1 Vantagem da empresa familiar</b>
132	<b>2 Desafios de governança corporativa nas empresas familiares</b>
134	<b>3 Soluções de governança corporativa para os desafios das empresas familiares</b>
136	3.1 Distinção das soluções de governança corporativa em diferentes estágios de propriedade da empresa familiar
137	3.2 Instituições de governança familiar
139	3.3 Documentos de governança familiar
140	3.4 Soluções específicas para alguns desafios à governança familiar
142	3.5 Planejamento da sucessão na empresa familiar
<b>155</b>	<b>Capítulo 6 Implementando governança corporativa</b>
155	<b>1 O processo de implementação leva tempo</b>
157	<b>2 Governando a governança</b>
161	<b>3 Monitoramento do progresso da implementação</b>
163	<b>4 Procedimentos provisórios e situações em transição</b>
164	<b>5 Comunicação das mudanças</b>
165	5.1 Convencendo os céticos
169	5.2 Aprendendo com as reações de pessoas de fora
171	<b>6 A busca de melhores práticas é um processo de aprendizado contínuo</b>

<b>179</b>	<b>Capítulo 7 Os benefícios tangíveis da boa governança corporativa</b>
180	<b>1 Abordagem geral em relação à análise comparativa</b>
181	1.1 Análise apresenta cinco abordagens
182	<b>2 Impacto da governança corporativa sobre indicadores operacionais</b>
182	2.1 Comparação de indicadores contábeis tradicionais
184	2.2 A segunda abordagem: análise do lucro econômico mostra resultados positivos
186	<b>3 Impacto da governança corporativa no custo de capital</b>
186	3.1 Comparação de indicadores tradicionais do mercado de ações
188	3.2 Análise do impacto de divulgações de melhorias de governança corporativa
190	3.3 O resultado final: análise do retorno total das ações
192	3.4 Qual é o grau de robustez dos resultados?
193	<b>4 Benefícios da boa governança corporativa durante a crise financeira do final de 2008</b>
193	4.1 Comparação dos indicadores operacionais e de mercado
196	4.2 Análise da reação do mercado às ações das empresas do Círculo em 2008
198	4.3 Atributos corporativos que afetam o melhor desempenho das ações durante um choque econômico
199	<b>5 Membros do Círculo de Companhias reconhecem os ganhos</b>
<b>205</b>	<b>Apêndice 1 Matriz de Progressão de Governança Corporativa da IFC</b>
<b>207</b>	<b>Apêndice 2 Organizações envolvidas com governança corporativa</b>
<b>211</b>	<b>Apêndice 3 Questionário sobre os padrões de referência de governança corporativa</b>
<b>237</b>	<b>Apêndice 4 Definição indicativa de conselheiro independente da Corporação Financeira Internacional (IFC)</b>
<b>239</b>	<b>Apêndice 5 Metodologia da análise do Capítulo 7</b>
<b>253</b>	<b>Referências</b>
<b>261</b>	<b>Glossário</b>
<b>269</b>	<b>Índice</b>



## Sobre o Círculo de Companhias — uma palavra do presidente

Tenho o prazer de compartilhar com você esta grande iniciativa do Círculo de Companhias da América Latina — um momento muito especial em sua história.

O Círculo de Companhias foi criado em maio de 2005 por recomendação da Mesa Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa — uma rede de autoridades públicas, investidores, institutos não governamentais, bolsas de valores e associações, assim como outros interessados no aprimoramento da governança corporativa (GC) naquela região. Reunindo um grupo de catorze empresas latino-americanas, o Círculo oferece a visão do setor privado nos trabalhos da Mesa Redonda e compartilha entre si e com a comunidade empresarial da região as experiências na aplicação dos princípios da boa governança. O Círculo de Companhias é composto por empresas de cinco países da América Latina, que demonstraram liderança na adoção de boas práticas de GC, ajudando a desenvolver negócios e empresas mais sólidas: Atlas, da Costa Rica; Argos e ISA, da Colômbia; Buenaventura e Ferreyros, do Peru; Homex, do México; e CCR, CPFL ENERGIA, Embraer, Marcopolo, Natura, NET, Suzano e Ultrapar do Brasil.

As integrantes do Círculo de Companhias são empresas com ações negociadas nas bolsas locais e internacionais, tendo, portanto, presença significativa em seus mercados de capitais. Embora suas experiências apresentem relevância mais imediata para as empresas listadas, as participantes do Círculo consideram que as práticas implementadas em relação aos conselhos de administração, relacionamento com investidores e demais partes interessadas, controles internos e transparência também podem servir de aprendizado para as companhias de capital fechado, incluindo as familiares. Sendo assim, os esforços para compartilhar experiências na região não se limitam à comunidade formada por grandes companhias com ações em bolsa.







As catorze empresas do Círculo trabalham em conjunto para:

- Promover as melhores práticas de governança corporativa na região, ampliando a compreensão sobre o tema e auxiliando na estruturação de políticas
- Promover o contínuo diálogo entre os setores privado e público para troca de experiências
- Monitorar e avaliar o progresso da governança corporativa na região
- Identificar a demanda por assistência técnica em governança corporativa e estimular a formação de especialistas
- Informar a comunidade internacional sobre as iniciativas de reforma nacionais e regionais

Hoje o Círculo de Companhias é mais do que uma oportunidade para compartilhar experiências e trabalha para ser reconhecido como um centro de estudos atualizado, experiente e ativo em práticas de governança corporativa na América Latina.

Este livro é o resultado de nossos esforços para realizar esta ambiciosa missão. Estamos confiantes de que estes esforços irão ajudar todos os entusiastas da governança corporativa a cultivar os valores profissionais e éticos dos quais dependem o bom funcionamento dos mercados.

Aproveitem a leitura,

André Covre  
Presidente do Círculo de Companhias





# Prefácio

Em curto espaço de tempo, o Círculo de Companhias da América Latina tornou-se um dos mais vibrantes e eficazes defensores das melhores práticas de governança corporativa em toda a região. Fundado em 2005 pela Corporação Financeira Internacional (IFC) e pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), por recomendação da Mesa Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa, o Círculo rapidamente, conquistou reputação positiva pela forma generosa e aberta com que seus integrantes compartilham experiências nos diversos eventos realizados em toda a América Latina com o objetivo de elevar o patamar de consciência sobre a GC. Para ampliar ainda mais o escopo desse intercâmbio, as experiências das empresas integrantes do Círculo de Companhias no desenvolvimento de melhores regras e práticas de governança corporativa estão destacadas na publicação anterior, *Estudos de Caso de Boa Governança Corporativa*.

O esforço conjunto da IFC e da OCDE com parceiros regionais e locais para incentivar a adoção das práticas de governança corporativa, na América Latina e em todo o mundo, tem propiciado um avanço no âmbito das empresas e da estruturação de políticas. Um dos primeiros resultados positivos foi o documento pioneiro *Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina (White Paper on Corporate Governance in Latin America)* da Mesa Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa. Além disso, os avanços incluem reformas legais e normativas, o desenvolvimento de códigos nacionais de melhores práticas, a criação de instituições de defesa e apoio, os esforços pioneiros do Novo Mercado no Brasil e a crescente atenção recebida pelo tema junto aos participantes do mercado. Contudo, os progressos não são universais e há muito mais a fazer.

Como a atuação do Círculo de Companhias demonstra, a comunidade empresarial é um importante impulsor para a reforma. Embora os formuladores de políticas e reguladores tenham um papel essencial na definição do contexto geral, é o setor privado que garante a implementação bem-sucedida nesse campo. Saudamos, portanto, essa iniciativa de algumas das principais empresas listadas da América Latina por desenvolver esse *Guia Prático de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Companhias da América Latina (Experiences from the Latin American Companies Circle)*. É o primeiro Guia desse tipo produzido para empresas da América Latina que reflete um conjunto diverso de experiências empresariais da região. Sua orientação prática e simples e seus exemplos tangíveis e relevantes devem ser de enorme ajuda para empresas que começam a rumar para uma melhor governança corporativa.

Quando a ideia de criar esse Guia nasceu, mercados do mundo inteiro, especialmente na América Latina, estavam em rápida e bem-sucedida expansão, o que deve ser atribuído, pelo menos parcialmente, ao avanço da GC na região. Hoje, com a situação econômica global alterada pela crise financeira e o consequente e generalizado desaquecimento econômico, destaca-se a importância das práticas consistentes de governança corporativa para o desenvolvimento de empresas sólidas. Portanto, este *Guia Prático* não poderia chegar em melhor hora.

Estamos convencidos de que esse Guia será amplamente divulgado e usado pelas empresas da América Latina, resultando em outras melhorias em sua governança corporativa. Gostaríamos de agradecer a todas as empresas integrantes e aos colaboradores do Círculo de Companhias, especialmente aos seus competentes presidentes, Roque Benavides, da Buenaventura, no Peru; Carlos Yepes, da Argos, na Colômbia; e André Covre, da Ultrapar, no Brasil. Todos contribuíram muito para tornar o Círculo de Companhias um sucesso.

Toshiya Masuoka



Diretor do Departamento de Consultoria  
Corporativa  
Corporação Financeira Internacional — IFC

Carolyn Ervin



Diretora para Assuntos Financeiros e Empresariais  
Organização para a Cooperação e Desenvolvimento  
Econômico — OCDE



# Agradecimentos

A preparação e a publicação deste *Guia Prático* envolveram a participação de um grande número de pessoas dedicadas e têm sido um esforço produtivo e de colaboração.

Em nome da Corporação Financeira Internacional (IFC) e da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), gostaríamos de expressar nossa sincera gratidão a Sandra Guerra, coordenadora do Círculo, por todos os seus esforços na produção deste *Guia*. Ela foi de grande ajuda na idealização e desenvolvimento do esboço do *Guia* e no preparo da primeira versão ao solicitar, coletar, coordenar e editar pacientemente os dados das empresas do Círculo de Companhias. Sandra Guerra trabalhou diligentemente com as organizações patrocinadoras para melhorar ainda mais a versão preliminar original.

Nossos sinceros agradecimentos às várias empresas e indivíduos cujos esforços ajudaram a tornar este *Guia* uma realidade. Seu apoio foi uma constante desde a primeira reunião do Círculo de Companhias em maio de 2005, quando o cerne da ideia começou a ganhar forma.

O *Guia* abrange conceitos e contribuições de vários acionistas, membros do conselho de administração e importantes executivos, representando 14 empresas, sediadas em cinco países da América Latina. Eles compartilham um vínculo comum — o compromisso de ampliar e difundir o conhecimento das melhores práticas de governança corporativa. As páginas do *Guia* refletem esse forte compromisso e estamos profundamente gratos a eles.

Nossos colaboradores forneceram grande número de dados qualitativos e quantitativos, dedicando seu valioso tempo para explorar argumentos e motivações na implementação de melhores práticas de governança corporativa. E expressaram os pontos altos e baixos da experiência. Sua disposição para realizar esse enorme trabalho resultou em um volume extremamente prático e amplo que não se resume a narrar eventos. Em vez disso, o livro destaca as motivações e os métodos, detalha os resultados quantificáveis, oferece lições úteis extraídas de experi-

ências reais e fornece uma orientação clara sobre medidas a serem adotadas.

Em alguns casos, os colaboradores, que começaram a jornada conosco e cujo entusiasmo pela causa superou de longe nossas expectativas, seguiram outros desafios. Ficamos gratos por seus sucessores terem mantido o mesmo nível de compromisso e contribuição.

Um agradecimento especial às pessoas dedicadas das empresas integrantes do Círculo de Companhias que tornaram esse trabalho possível e asseguraram a contribuição de participantes-chave: Carlos Raul Yepes e Maria Uriza, da Argos; Diego Artiñano e Roberto Truque Harrington, da Atlas; Daniel Dominguez e Roque Benavides, da Buenaventura; Eduardo Andrade, Francisco Bulhões, Massami Uyeda, Renato Vale e Silvia Salmeron, da CCR; Gisélia da Silva, Marco da Camino Soligo e Wilson Ferreira Jr., da CPFL ENERGIA; Anna Cecília Bettencourt Cochrane, Antonio Luiz Pizarro Manso e Carlos Eduardo Camargo, da Embraer; Mariela García de Fabbri e Patricia Gastelumendi Lukis, da Ferreyros; Eustaquio de Nicolás Gutierrez e Javier Romero, da Homex; Juan David Bastidas Saldarriaga, da ISA; José Rubens de la Rosa e Thiago A. Deiro, da Marcopolo; Fernando Mesquita, Helmut Bossert, José Guimarães Monforte, Moacir Salzstein e Pedro Passos, da Natura; João Elek, Leonardo P. Gomes Pereira e Marcio Minoru Miyakava, da NET; Andrea Pereira, Bernardo Szpiegel, David Feffer, João Nogueira Batista e Maria Cecilia de Castro Neves, da Suzano; André Covre, Fabio Schvartsman, Marcello De Simone, Maria Fernanda Leme Brasil e Pedro Wongtschowski, da Ultrapar.

A determinação das três organizações patrocinadoras e de seus líderes — Darrin Hartzler, da IFC; Mats Isakson, da OCDE; e Phil Armstrong do Fórum Global de Governança Corporativa — ajudou a garantir que a ideia do *Guia* se tornasse realidade.

Nosso agradecimento também aos esforços exercidos por várias pessoas — a equipe atual e a anterior das organizações patrocinadoras. Mike Lubrano abraçou o desafio de organizar esse *Guia* quando era o Diretor Executivo da unidade de Governança Corporativa na IFC e continuou a ser um colaborador incansável mesmo

após deixar a instituição. Sem ele, esse *Guia* não estaria nas mãos das pessoas hoje. Nancy Metzger, que trabalhava no GCGF quando o projeto teve início, propôs e implementou soluções práticas para ajudar a equipe a superar desafios operacionais complexos. Santiago Chaher, seu sucessor, demonstrou o mesmo nível de dedicação e visão. Cuauhtémoc Lopez-Bassols, da OCDE, também prestou um apoio valioso para este projeto.

Alexandre Di Miceli da Silveira, Doutor e Mestre, Professor de Contabilidade e Finanças da Escola de Economia, Negócios e Contabilidade da Universidade de São Paulo, propôs a estrutura da pesquisa para o último capítulo. Ele supervisionou a coleta e a análise de dados que formaram a base dos resultados detalhados naquele capítulo. Agradecemos por sua ampla contribuição.

À Cristina Sant'Anna agradecemos a colaboração na edição final do texto em português desse livro.

A governança corporativa é um processo contínuo. À medida que as circunstâncias mudam ao longo do tempo, os esforços da governança também mudarão. Esperamos que esse volume sirva de orientação àqueles com interesse em cuidar da governança de suas empresas, independentemente do ponto em que estejam do processo.

Daniel Blume, Administrador-Chefe da Divisão de Assuntos Corporativos da OCDE



Davit Karapetyan, Especialista de Governança Corporativa da Unidade de Governança Corporativa da IFC



# INTRODUÇÃO





# Introdução

Uma iniciativa de 14 empresas líderes da América Latina, o ***Guia Prático de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Companhias da América Latina*** resume as lições extraídas de suas experiências na melhoria de sua própria governança. O *Guia* serve como um roteiro para outras empresas latino-americanas interessadas em aprimorar sua governança corporativa (GC).

Embora o processo de elaboração do Guia tenha se estendido ao longo de vários anos, o cronograma de sua publicação coincide com uma crise financeira global que tem catapultado a governança corporativa para o topo da lista na agenda de políticas globais. Com lacunas na governança — desde gestão inadequada de riscos até estrutura de incentivos distorcidos — que contribuem para a crise, boas práticas de governança corporativa serão uma parte importante da resposta necessária para as economias da América Latina, assim como para outras no mundo inteiro.

Além da existência da crise, a América Latina possui um conjunto único de características de governança corporativa e de mercado: uma predominância de conglomerados e uma estrutura de propriedade altamente concentrada, frequentemente familiar. Além disso, os mercados de capitais nacionais ainda estão em estágios iniciais de desenvolvimento. Tudo isso representa desafios especiais para atrair investimentos e eleva a importância das práticas de governança. Entre esses desafios, está o de ampliar a proteção dos direitos e interesses dos acionistas para garantir que os minoritários tenham confiança suficiente para investir em empresas listadas.

Nesse contexto, tem havido um notável aumento da conscientização e da prática da governança corporativa durante a última década, conforme reconhecido pela Mesa Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa. Essa é uma iniciativa contínua da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e da Corporação Financeira Internacional/Grupo Banco Mundial (IFC), que reúnem anualmente formuladores de políticas, reguladores, bolsas de valores, investidores, empresas e outras partes interessadas para tratar de questões específicas da GC para o contexto da América Latina. O *Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina*, publicado em 2003, foi uma primeira tentativa de descrever as prioridades das políticas públicas e as boas práticas para a região. Ao reconhecer que ainda há muito a ser feito, a Mesa Redonda prosseguiu com a criação do Círculo de Companhias, em 2005, para promover a implementação da governança corporativa nas empresas.

Esse *Guia Prático* é uma consequência natural desses esforços, envolvendo muitas etapas ao longo do caminho. Quando os membros da Mesa Redonda sentiram necessidade de uma maior participação das empresas do setor privado, nasceu o Círculo de Companhias. Um primeiro livro de estudos de casos foi lançado em 2005, com uma segunda edição ampliada publicada em 2006. As empresas integrantes do Círculo estavam interessadas em compartilhar experiências e acreditavam que um público empresarial mais amplo na América Latina poderia se beneficiar de um *Guia Prático* que explorasse os motivos e os meios utilizados para aprimorar sua governança.

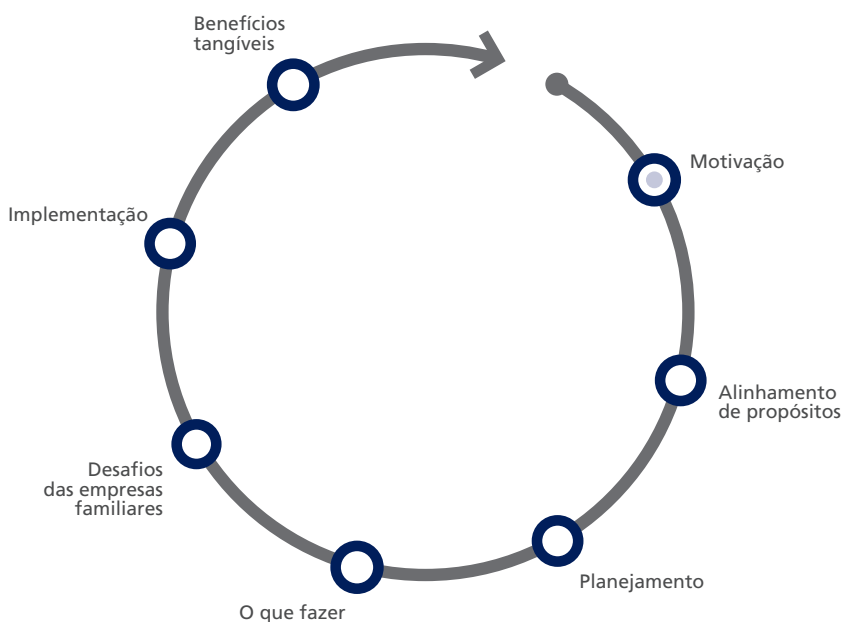
O ***Guia Prático de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Companhias da América Latina*** oferece uma oportunidade aos líderes empresariais latino-americanos de

aprender com a experiência dos colegas a implementar melhorias substanciais de forma bem-sucedida nos padrões e práticas de governança, abrindo um raro acesso aos principais executivos, acionistas e membros do conselho de administração das pioneiras nas práticas de GC na região. Entre essas empresas estão: Atlas, da Costa Rica; Argos e ISA, da Colômbia; Buena-ventura e Ferreyros, do Peru; Homex, do México; e CCR, CPFL ENERGIA, Embraer, Marcopolo, Natura, NET, Suzano e Ultrapar, do Brasil.

O *Guia* reúne com exclusividade quatro diferentes dimensões: casos das próprias empresas; resultados de estudos de mercado e acadêmicos com evidências dos benefícios da governança; padrões de melhores práticas de referências institucionais, incluindo IFC, OCDE e o Fórum Global de Governança Corporativa; e, finalmente, evidências empíricas com a comparação dos resultados das empresas do Círculo aos de seus pares na América Latina.

A natureza prática do livro é resultado das experiências reais dos líderes, que relatam os porquês e como implementaram as políticas e práticas de governança corporativa. O *Guia* possibilita aos leitores um nível raro de acesso a um amplo conjunto de partes interessadas que afetam a governança e são afetadas por ela: desde acionistas a membros do conselho até diretores executivos. Testemunhos ricos e na primeira pessoa são parte integrante do livro quando líderes experientes compartilham motivações, linhas de pensamento e experiências, oferecendo soluções práticas que foram tentadas e testadas previamente e podem ser implementadas.

O mesmo tipo de empresas que forneceu informações é o que mais pode se beneficiar deste *Guia*, especialmente aquelas já listadas ou as que consideram abrir capital e pretendem compreender em profundidade a abrangência do impacto em seu padrão de governança. O *Guia* também será benéfico para executivos e proprietários de empresas de capital privado interessados em aprofundar seu conhecimento de melhores práticas e em aproveitar as experiências de líderes que escolheram essa trajetória. A empresa de propriedade familiar, que é tão predominante e relevante nos mercados da América Latina, encaixa-se também nessa categoria.



Dividido em sete capítulos, o *Guia* recria a jornada que os líderes das empresas fizeram ao implementar mudanças. Começando pelas motivações e terminando com os benefícios, o livro ajuda o leitor a navegar de forma lógica pelo processo de implementação da governança. Alguns leitores talvez prefiram começar pelos últimos capítulos — a seção de benefícios tangíveis no final pode ser útil para definir motivações — ou ler de forma aleatória os diversos capítulos. A abordagem de cada leitor irá variar de acordo com suas motivações e interesses.

### **Capítulo 1 Motivação: os motivos definem os meios**

Este capítulo apresenta as motivações que serviram de base para a decisão dos líderes das 14 empresas do Círculo de Companhias Latino-Americanas de implementar mudanças na governança corporativa e explora os meios utilizados para definir as motivações para a implementação da boa GC. Mostra a importância de identificar claramente os benefícios desejados e trabalhar para alcançá-los, ao mesmo tempo em que apresenta a diversidade das possíveis motivações, cujas diferenças são ditadas pela estrutura de propriedade, pelo ciclo de vida da empresa, seu setor de atuação e pela estrutura institucional e normativa do país. Todos esses elementos terão um papel e afetarão os resultados desejados. O capítulo enfatiza o fato de que a motivação para melhorias na governança corporativa conduzirá a agenda e o ritmo das iniciativas.

### **Capítulo 2 Alinhamento de propósitos: mudando atitudes e gerando compromisso**

Este capítulo examina os meios para alinhar os diversos interesses de acionistas individuais e demais partes interessadas à estrutura de mudanças propostas para um novo desenho de governança corporativa da empresa. Explora formas de desenvolver uma compreensão comum sobre aspectos da GC, impulsionar mudanças de atitude e gerar um compromisso comum dos grupos com diferentes pontos de vista. O capítulo também aborda opiniões divergentes e discute abordagens mais perceptivas para alterar atitudes associadas a crenças e, às vezes, a perspectivas culturais conflitantes. Oferece ainda sugestões para cativar as partes interessadas e métodos para a inclusão de todas essas partes.

### **Capítulo 3 Planejando e definindo prioridades**

O capítulo 3 detalha o processo de planejamento, como priorizar e definir as metas mais importantes e como traçar objetivos, identificando os resultados desejados da governança. Destaca a importância de equilibrar metas facilmente alcançáveis a curto prazo com mudanças mais profundas e demoradas e avaliar os benefícios de cada uma. O capítulo mostra como os líderes da mudança podem usar os padrões de referência locais e internacionais para criar um plano viável com responsabilidades e cronogramas claramente definidos: um “roteiro” apoiado em um sistema de recompensas e incentivos. Enfatiza também a importância da flexibilidade e da criação de expectativas realistas para o cronograma da mudança — os líderes precisam reconhecer que mesmo os planos mais bem elaborados podem sofrer alguns atrasos.

### **Capítulo 4 O que fazer: principais práticas de boa governança corporativa**

Este capítulo fornece exemplos práticos sobre a implementação e execução de planos e melhores práticas. Abrange os mecanismos de governança corporativa — a assembleia geral anual, os conselhos de administração e seus comitês, a diretoria executiva — e as relações entre eles. São descritas práticas e políticas com base na rica experiência das empresas do Círculo.

As melhorias da governança corporativa são agrupadas e apresentadas em seis seções:

- Formalizando as políticas de governança corporativa: códigos e diretrizes
- Funcionamento do conselho de administração e relacionamento com a diretoria executiva

- › Fortalecendo os direitos de acionistas e mantendo o alinhamento
- › Melhorando o ambiente de controle
- › Transparência e divulgação de informação
- › Garantindo a sustentabilidade do negócio

## **Capítulo 5 Desafios da governança corporativa nas empresas familiares**

O capítulo 5 examina os benefícios e desafios específicos enfrentados pelas empresas de propriedade familiar. Apresenta várias perspectivas, inclusive dos membros da família e dos investidores, e apresenta uma pesquisa acadêmica sobre o tópico. Este capítulo investiga os problemas mais comuns, incluindo a administração de conflitos de interesses dos vários membros da família, a profissionalização da diretoria e a institucionalização de boas práticas e políticas. Incorpora também um caso de negócios de uma empresa familiar controlada pela terceira geração, mostrando como os membros resolveram essas questões.

## **Capítulo 6 Implementando governança corporativa**

Este capítulo detalha as especificidades da implementação de políticas, práticas e novas estruturas. Inclui orientações para dar os primeiros passos concretos na jornada da governança corporativa, monitorar resultados e se certificar de que estejam alinhados com as expectativas iniciais. O capítulo sugere ainda formas de refinar as políticas de governança corporativa para torná-las resistentes às reações de acionistas e outras partes interessadas. O material abrange medidas iniciais, bem como o monitoramento e a revisão contínua do processo de governança para obter melhores resultados e continuar a aprender e se aprimorar — um processo apelidado de “governando a governança”.

## **Capítulo 7 Os benefícios tangíveis da boa governança corporativa**

O capítulo 7 apresenta os resultados alcançados com a implementação da mudança: uma série de resultados quantitativos obtidos em cinco abordagens diferentes avalia os benefícios da governança corporativa através de um amplo conjunto de indicadores. A análise foca o impacto da governança nos indicadores operacionais e no custo de capital. Esses dados reforçam a visão de que a governança gera benefícios. Os dados demonstram a força dos resultados financeiros e operacionais alcançados pelos líderes em governança corporativa quando comparados a todas as empresas listadas da América Latina.

As empresas do Círculo de Companhias reportaram altos níveis de lucratividade, melhores preços e liquidez de ações, além de custo de capital mais baixo do que seus equivalentes da América Latina. Em curto prazo, os anúncios públicos de melhorias na governança foram seguidos por um aumento médio imediato de 8% no valor das ações acima do que seria normalmente esperado. Para os acionistas, a análise reforça os benefícios de investir em empresas com sólidas políticas de governança corporativa.

Este capítulo também lança um primeiro olhar sobre o impacto da crise financeira nos resultados da governança corporativa durante o segundo semestre de 2008, mais uma vez comparando o grupo do Círculo com todas as demais empresas latino-americanas listadas. Os resultados apresentados mostram que, mesmo depois das primeiras reações à instabilidade financeira, as companhias do Círculo registraram melhores resultados operacionais e de mercado. E o que é ainda mais importante: a análise comprova que o grupo do Círculo aumentou sua liderança nos indicadores Preço/Lucro por ação e Preço / Valor patrimonial por ação em comparação aos resultados de 2005–2007. Claramente, os investidores perceberam que as empresas do Círculo ofereciam melhor valor do que o grupo mais amplo da América Latina mesmo em uma época de dificuldades de mercado.

O capítulo também detalha a reação do mercado de ações durante esse período. Os resultados mostram que o declínio não foi tão acentuado para os papéis das empresas do grupo do Círculo. Tendo em vista que isso poderia ser atribuído a outros fatores, foi aplicado outro teste, usando uma metodologia mais complexa e colocando à parte outros atributos corporativos. Mais uma vez, os resultados ofereceram um claro sinal de que integrar o Círculo e/ou negociar ações em mais de uma bolsa de valores (*cross listing*) em mercados de alto padrão regulatório são fatores que abrandam a queda do preço das ações nos momentos de crise.

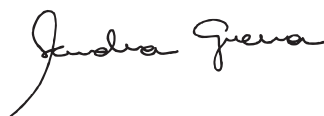
Esses resultados qualitativos e quantitativos são especialmente oportunos e surgem em um momento em que muitas empresas estão lutando contra o que pode se tornar a pior crise econômica em gerações. É quando as companhias podem ficar tentadas a engavetar seus planos de governança.

Nos apêndices do *Guia*, há ferramentas para ajudar as empresas a iniciar sua jornada em direção à governança corporativa. Um questionário de 100 pontos sobre os padrões de referência, criado para as companhias listadas, oferece uma referência para a autoavaliação das práticas de governança. A Matriz de Progressão de Governança Corporativa da IFC é outra ferramenta útil para as empresas listadas. Ambos podem ser úteis na estruturação de uma avaliação inicial da governança na companhia. Referências adicionais de outras fontes são fornecidas juntamente com um glossário de termos para ajudar a navegação pelos conceitos e definições.

Em uma época que promete ser mais competitiva por financiamento e pela atração de investidores, esse livro serve como lembrete de que a governança é de vital importância para o crescimento sustentável e a criação de valor para todos os atores da cadeia de governança: acionistas, gestores, membros do conselho, investidores e todas as outras partes interessadas que contribuem para a criação de riqueza das empresas. O livro tem por objetivo servir de orientação prática para as companhias interessadas em empreender a jornada pela governança corporativa.

Só resta dar aos leitores as boas-vindas nessa jornada com a esperança de que esse *Guia* forneça elementos para reflexão e conduza a destinos recompensadores.

Sandra Guerra

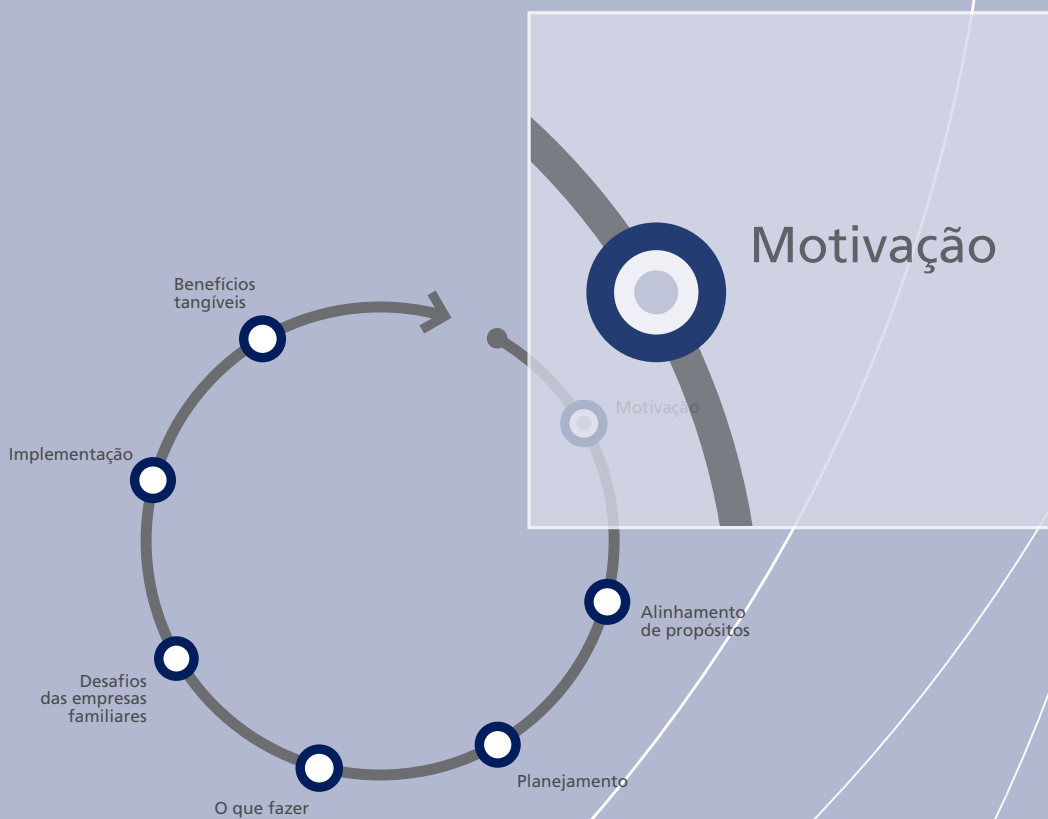


Círculo de Companhias da Mesa Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa  
Coordenadora



# 1

## MOTIVAÇÃO: OS MOTIVOS DEFINEM OS MEIOS







# Capítulo 1

## Motivação: os motivos definem os meios



### PRINCIPAIS MENSAGENS

**Definir a motivação.** Ao começar a pensar sobre como melhorar a governança corporativa de sua empresa, defina a razão, ou razões, subjacentes — a motivação — por trás dessas melhorias.

**Identificar os benefícios para os negócios.** Sua motivação para melhorias de governança deve resultar da identificação dos benefícios desejados para o negócio.

**Adaptar pormenores aos benefícios desejados para a empresa.** Sua motivação para as melhorias na governança corporativa deve moldar as medidas específicas de governança que a empresa adotar, assim como o ritmo e as prioridades dessas medidas.

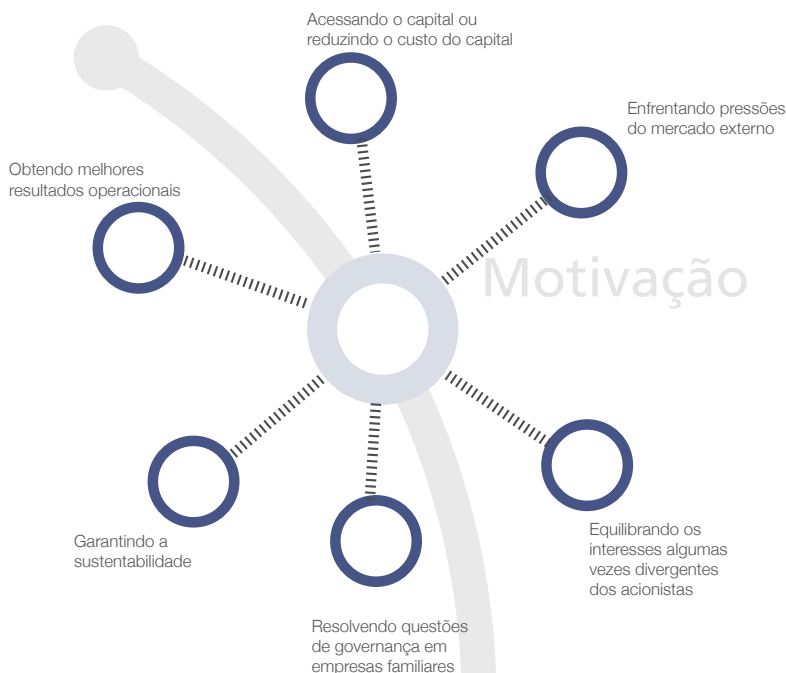
Como em muitos outros aspectos da vida empresarial, as práticas de governança corporativa não devem seguir um princípio único. Ao contrário: a experiência indica que as formas de implementar e obter uma melhor governança podem diferir consideravelmente de país para país e de empresa para empresa, mesmo quando aplicadas no mesmo setor de atividade empresarial.

Os motivos que levam uma companhia a buscar melhorias na governança corporativa são tão numerosos e variados quanto as formas de implementá-las. Em muitos casos, a decisão de adotar medidas específicas de governança acontece somente após um período relativamente longo dedicado à compreensão sobre os custos e os benefícios de tal esforço. Durante esse período, os atores-chave da companhia adquirem maior conhecimento sobre o que uma melhor governança corporativa pode trazer para a empresa e para seus vários grupos interessados, internos e externos. Em alguns casos, a sobrevivência da companhia está por um fio. Nessa situação, os atores-chave devem tomar decisões relacionadas à governança imediatamente e a implementação deve ser acelerada.

Os fatores que motivam a empresa normalmente determinam a priorização das ações de melhoria na governança e o ritmo de implementação. Necessidade urgente de capital ou a ausência repentina do fundador — sem que haja um plano de sucessão — podem aumentar a importância da adoção de práticas que resolvam esses problemas. Outras companhias podem levar mais tempo para compreender o valor de uma boa governança corporativa, o que resulta em um ritmo mais lento. Seja como for, as necessidades específicas ditarão o processo de implementação.

As experiências das catorze companhias do Círculo<sup>1</sup> revelam uma variedade de motivações e ações. Aqui, os vários fatores de motivação são agrupados em categorias, que são exploradas neste capítulo.

- › Acessando capital ou reduzindo o custo do capital
- › Enfrentando e respondendo às pressões do mercado externo
- › Equilibrando os interesses algumas vezes divergentes dos acionistas
- › Resolvendo questões de governança em empresas familiares
- › Garantindo a sustentabilidade das empresas
- › Obtendo melhores resultados operacionais



Observe que, na maioria dos casos, vários fatores de motivação desempenharão um papel na implementação de melhorias na governança corporativa.

<sup>1</sup> O Círculo de Companhias foi formado por catorze empresas que demonstraram sua liderança ao adotar boas práticas de governança corporativa em cinco países latino-americanos. São elas: Atlas, da Costa Rica; Argos e ISA, da Colômbia; Homex, do México; Buenaventura e Ferreyros, do Peru; e CCR, CPFL Energia, Embraer, Marcopolo, Natura, NET, Suzano e Ultrapar, do Brasil. Desde a sua aquisição pela empresa mexicana Mabe em 2008, a Atlas não é mais integrante do Círculo de Companhias. As práticas mencionadas neste Guia referem-se a antes dessa aquisição. A Buenaventura deixou o Círculo de Empresas depois de importante contribuição a esta iniciativa. Atualmente, o Círculo de Companhias é formado por doze membros.

## 1 Acessando capital ou reduzindo o custo do capital

*“A Buenaventura era considerada uma empresa familiar com operações concentradas em um país em desenvolvimento. Precisávamos mostrar ao mercado que éramos uma empresa tão aberta e confiável quanto qualquer outra do mundo. A adoção de melhores práticas de governança corporativa nos deu a credibilidade que o mercado exige de uma ‘empresa nova no mercado.’ Internamente, isso significou ser mais transparente, dispor de melhores informações e ser capaz de aprimorar a tomada de decisões. No Peru, ganhamos mais respeito da comunidade empresarial e de outras partes interessadas. Calculo que, de modo geral, as melhorias que implementamos em governança corporativa adicionaram 20% à nossa avaliação de mercado, uma contribuição significativa na entrega de valor aos acionistas.”*



—Roque Benavides, Buenaventura, Presidente Executivo

Os líderes citam com frequência a necessidade de acesso ao capital como o principal motivo para iniciar melhorias na governança corporativa. De fato, todas as integrantes do Círculo de Companhias citaram o acesso ao capital externo e/ou a redução do custo de capital como um dos fatores de motivação mais importantes por trás da melhoria de suas políticas e práticas de governança.

Em muitos casos, o capital inicial financiado pelos fundadores da empresa e a capitalização de lucros são suficientes para iniciar o negócio e financiar uma certa expansão. Em última análise, porém, o sucesso da empresa depende da capacidade de acessar o financiamento externo.

Quanto mais uma empresa cresce, maior a necessidade de capital adicional. Há também um risco cada vez maior associado ao financiamento unilateral do negócio por uma única pessoa ou por um pequeno grupo de acionistas. De que forma os líderes da companhia podem ter acesso ao dinheiro de outras pessoas? As boas práticas de governança corporativa podem fornecer uma resposta e influenciar as maneiras pelas quais as empresas conseguem acesso a financiamento adicional.

Boa parte do estudo sobre as questões da governança corporativa nos mercados emergentes tem como foco o papel que a boa governança desempenha na melhoria do acesso a fontes de financiamento global. Os investidores precisam ter certeza de que seus direitos estão sendo devidamente protegidos pelos proprietários controladores e diretores executivos. E precisam saber que a empresa definiu mecanismos mínimos de governança para reduzir o risco de o grupo controlador da empresa abusar de seus poderes.

As experiências de algumas companhias do Círculo, todas de capital aberto, destacam como a necessidade de encontrar fontes adicionais de financiamento pode moldar uma agenda de governança corporativa.

### **A busca pelo “dinheiro dos outros”**

Os seis fundadores da **Cemento Argos**, a maior empresa de cimento da Colômbia, logo perceberam a necessidade de encontrar mais parceiros. Em 1934, quando fundaram a companhia, eles sabiam que precisariam do dinheiro de outras pessoas para financiar operações e planos de expansão. Nas décadas seguintes, o grupo abriu mais oito empresas em diferentes regiões do país e começou a operar em outros países, apoiado por um fluxo estável de financiamento de investidores externos.

Esse caminho e o ritmo de crescimento constante exigiram práticas comerciais que gerariam a confiança entre os novos parceiros e facilitariam o acesso a investimentos. As melhorias da governança corporativa foram uma resposta natural aos desafios da Argos, mesmo na ausência de padrões de referência para governança no país naquela época. A Argos entrou no mercado de dívida pública em novembro de 2005 com uma emissão de US\$ 197,5 milhões cuja demanda excedeu três vezes o valor da emissão.

### **Pensando globalmente, listando localmente — e internacionalmente**

A busca de crescimento é parte do DNA da **Buenaventura**, empresa mineradora líder no Peru e uma das maiores produtoras de ouro e prata do mundo. Operando em uma indústria com uso intenso de capital, a Buenaventura decidiu, desde sua fundação em 1953, que o crescimento através de explorações e aquisições seria o seu caminho.

Desde o início, a companhia considerou as *joint ventures* e as ofertas por intermédio dos mercados de capitais do Peru e dos EUA como fontes potenciais para o financiamento de seus planos de crescimento. A companhia deu os primeiros passos para a melhoria de sua governança corporativa desde o começo da operação. Mas a decisão de fazer uma oferta pública inicial de ADRs (American Depositary Receipts) na Bolsa de Nova York em 1996, acionou uma mudança abrangente no sentido da boa governança. A iniciativa levou a empresa a cumprir os requisitos da legislação norte-americana e as regulamentações da Comissão de Títulos e Valores Mobiliários dos Estados Unidos. A direção dedicou grande parte do seu tempo e foram empregados muitos recursos da companhia para que a Buenaventura pudesse atender a esses requisitos. Além de obter os benefícios das novas listagens em forma de financiamento, outros resultados tangíveis incluíram a melhoria da tomada de decisões da empresa sobre aspectos críticos do seu negócio, especialmente em relação às orientações para o futuro.

## **1.1 Boa governança leva a melhores avaliações de mercado**

Um volume cada vez maior de evidências empíricas demonstra que empresas bem governadas recebem melhores avaliações de mercado. Essas empresas são consideradas favoráveis aos investidores de mercado e isso proporciona a estes a confiança de que sua aplicação gerará

rendimentos sem violar os seus direitos de acionistas.<sup>2</sup> Essas melhores avaliações são vistas não somente quando as companhias são adquiridas por empresas maiores ou assim que são listadas em uma bolsa de valores, mas também quando o preço das suas ações reflete múltiplos mais elevados.



## Os estudos comprovam os benefícios: empresas bem governadas obtêm melhores avaliações de mercado

No Brasil, as empresas com estruturas de governança frágeis poderiam **aumentar sua capitalização de mercado em cerca de 85–100%** com uma revisão geral de suas práticas de governança e a mudança para a boa governança corporativa, segundo dois estudos recentes com base em índices amplos de governança.

Empresas sediadas no Brasil com as melhores classificações de governança corporativa acumularam em **2004 relações do índice Preço/Lucro por ação 20% superiores** às das empresas com as piores classificações de governança, observa um estudo do ABN AMRO.

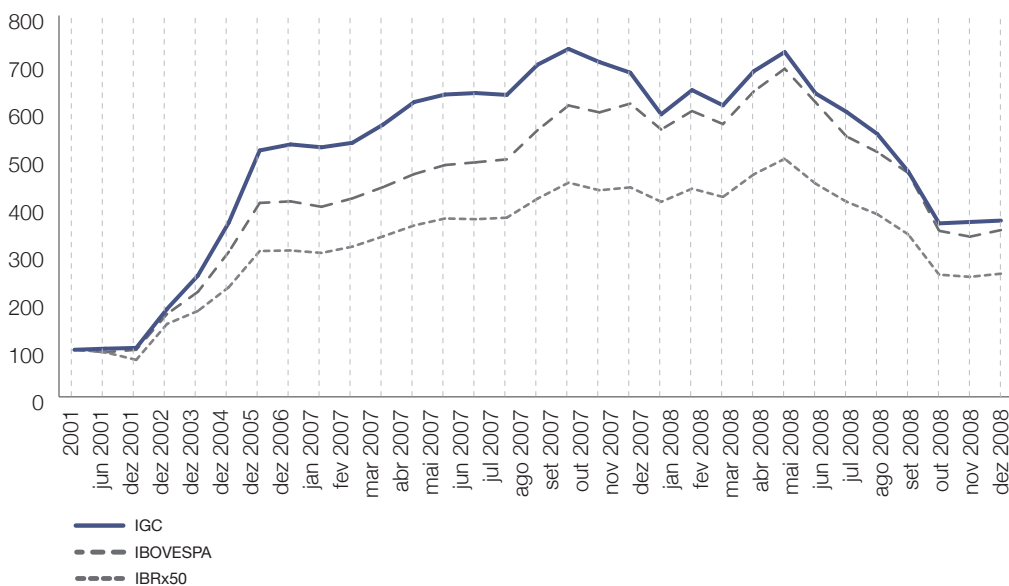
Na Rússia, as empresas que passaram da pior para a melhor classificação em governança corporativa puderam desfrutar de um **aumento de 70.000% no valor da empresa**, de acordo com um estudo de amostra reduzida. Embora um estudo mais amplo talvez não demonstrasse aumentos tão grandes, é evidente a relação entre a boa governança corporativa e o aumento do valor das companhias.

Um exame nos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores brasileira, BM&FBOVESPA, demonstra essa ligação. O desempenho das ações das empresas listadas no Novo Mercado, no Nível 1 e no Nível 2, lançadas em 2001 e que exigem o compromisso com padrões mais elevados de governança corporativa, mostra que os preços das ações de companhias com melhores práticas de governança também têm melhor desempenho.<sup>3</sup> Embora as melhores práticas de governança das companhias listadas nos segmentos especiais possa não ser a única razão para o excelente desempenho de suas ações, é amplamente reconhecido que essas empresas precisaram, antes de mais nada, fazer melhorias significativas em suas políticas e práticas de governança corporativa para atrair os investidores. A Figura 1 mostra a comparação.

<sup>2</sup> Ver BLACK, B.; JANG, H.; e KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22, n. 2, p. 366-413, 2006.; SILVEIRA, A. Di M. da; BARROS, L. A. Corporate governance quality and firm value in Brazil. SSRN Working Paper, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=923310>>; LEAL, R. P.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile). *Banco Interamericano de Desenvolvimento, Latin American Research Network*. Research Network Working Paper #R-514, 2005. Disponível em: <[http://www.iadb.org/res/pub\\_desc.cfm?pub\\_id=R-514](http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=R-514)>; BLACK, B. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2, p. 89-108, 2001.

<sup>3</sup> Em 2001, a BM&FBOVESPA lançou seus segmentos especiais de listagem de governança corporativa criados para ações emitidas por empresas que voluntariamente se comprometem com padrões mais altos de governança corporativa, além dos já exigidos pela legislação brasileira e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do Brasil. Os segmentos de listagem premium incluem o Nível 1 (N1), que exige práticas adicionais de divulgação de informações. O Nível 2 (N2), que requer todos os itens do N1 mais um conjunto de práticas de governança corporativas para fortalecer os direitos de acionistas minoritários, como determinar um preço mínimo aceitável para as ações preferenciais (sem direito a voto) durante alterações de controle corporativo, e fornecer direitos de voto em certas decisões importantes da empresa. O Novo Mercado (NM) é semelhante ao N2, com o requisito adicional de que o capital social deve ser composto somente de ações ordinárias (com direito a voto). No final de julho de 2008, a BM&FBOVESPA tinha 443 empresas listadas, das quais 103 eram do NM; 18 no N2; 44 no N1, representando 61,6% da capitalização total do mercado. Detalhes de todos os segmentos especiais de listagem podem ser obtidos no *website* da BM&FBOVESPA: [http://www.bovespa.com.br/Home/redirect.asp?end=/BovespaEv/Publications/pub\\_grai.asp?Origem=investor&idioma=i](http://www.bovespa.com.br/Home/redirect.asp?end=/BovespaEv/Publications/pub_grai.asp?Origem=investor&idioma=i).

**Figura 1: IGC x IBOVESPA x IBx 50: Desempenho comparativo dos preços das ações<sup>4</sup>**



Fonte: Economatica

## Melhorias na governança corporativa precedem a entrada na bolsa

A experiência da **CPFL Energia** é especialmente notável. Maior empresa privada do setor elétrico do Brasil, a CPFL Energia foi criada durante um período tumultuado, em agosto de 2002, poucos meses após o início de um racionamento de energia elétrica de âmbito nacional. Os participantes do mercado estavam confusos em relação à atividade de fornecimento de energia elétrica no país. Esse ambiente, associado a uma alta taxa de câmbio do dólar dos EUA em relação à moeda brasileira em um ano de eleição, criou uma onda de incertezas a respeito do futuro do país. No início de 2003, taxas de juros mais altas afetaram o fluxo de caixa operacional da CPFL Energia. A empresa precisava captar US\$ 570,5 milhões, em parte para liquidar uma dívida de mais de US\$ 298,4 milhões com vencimento em abril do mesmo ano.<sup>5</sup>

Ao mesmo tempo, a CPFL Energia tinha um plano de investimento agressivo para sua operação de distribuição e para a construção de seis usinas hidrelétricas — quatro delas já estavam em operação no momento em que este trabalho foi escrito. Para levantar os recursos necessários, a companhia reestruturou sua governança corporativa, estabelecendo um sistema que facilitasse a construção de uma relação confiável e de baixo risco entre a empresa e os investidores,

<sup>4</sup> O IGC — Índice de Governança Corporativa — foi concebido para medir a rentabilidade de uma carteira hipotética composta por ações de empresas com um bom nível de governança corporativa. Essas empresas devem ser negociadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA ou classificadas no Nível 1 ou no Nível 2 da BM&FBOVESPA.

O IBOVESPA é o principal indicador do desempenho médio do mercado de ações brasileiro e sua importância se deve a dois fatores: reflete a variação das ações mais negociadas da BM&FBOVESPA e tem tradição, tendo mantido a integridade de suas séries históricas sem nenhuma mudança de metodologia desde a sua criação em 1968.

O IBx-50 é um índice que mede o rendimento total em uma carteira hipotética composta por 50 ações selecionadas entre os títulos mais comercializados na BM&FBOVESPA em termos de liquidez, ponderadas de acordo com o valor de mercado das ações em circulação.

<sup>5</sup> Os valores em US\$ fornecidos para as transações das empresas latino-americanas em todo este *Guia* refletem a taxa de câmbio das moedas locais utilizadas durante o período correspondente.<sup>6</sup>

de forma a atrair capital novo e melhorar sua estrutura de capital. Entre os resultados positivos das iniciativas de governança que contribuíram para melhorar a avaliação do mercado estão:<sup>6</sup>

- Melhores indicadores financeiros
- Prazo mais longos para amortização das dívidas
- Redução do Custo de Financiamento

*“O setor elétrico desempenha um papel importante no fornecimento de infraestrutura para o desenvolvimento econômico do Brasil, no presente e no futuro. Para a expansão desse tipo de negócio, precisamos de grandes investimentos e investidores de longo prazo, como os que já temos (fundos de pensão e grandes grupos empresariais), além de atrair parceiros potenciais do mercado de capitais. Precisamos oferecer mais do que taxas de rendimento competitivas. Precisamos assegurar níveis elevados de governança corporativa para desenvolver relações confiáveis e sólidas, baseadas em informações claras para o mercado sobre a forma como operamos a companhia e traçamos nossas estratégias de longo prazo. Desde o IPO em 2004, a CPFL Energia tem captado uma série de oportunidades de negócios e oferecido aos investidores de nossas subsidiárias a possibilidade de migrar para a holding, participando assim da nossa história de sucesso. Durante toda essa trajetória, as diretrizes de governança corporativa têm sido uma ferramenta importante, que nos ajudaram a reintroduzir o conceito de confiança no setor de elétrico.”*



—Wilson Ferreira Jr., CPFL Energia, Diretor Presidente

<sup>6</sup> O preço da ação da CPFL Energia aumentou 64,7%, passando de R\$ 16,43 (US\$ 6,22) em 31 de dezembro de 2004 para R\$ 30,15 (US\$ 12,90) em 31 de dezembro de 2008.

## 1.2 Atraindo e retendo acionistas

Melhorar a governança corporativa é um elemento essencial para o acesso a novas fontes de financiamento. As pesquisas mostram que, com todos os outros fatores iguais, quando os investidores têm como escolher o modo de alocar seus fundos, eles tendem a preferir empresas melhor administradas.<sup>7</sup> Mas isso não significa que as melhorias na governança possam ser realizadas de uma só vez. As empresas precisam prestar atenção constante à manutenção dos altos padrões de governança. Como as melhorias na governança corporativa ajudam as companhias a atrair novos investidores e explorar novas fontes de financiamento, elas motivam muitas empresas a continuar aperfeiçoando suas práticas de governança para reter os acionistas existentes ou atrair novos investidores de varejo e/ou carteira.

### Capacidade interna insuficiente gera busca por financiamento externo

Os fundadores da **CCR — Companhia de Concessões Rodoviárias**, um consórcio de operadoras de rodovias com pedágio, sabiam que sua própria capacidade de investimento seria insuficiente para responder à oportunidade oferecida pela privatização da enorme malha rodoviária brasileira. Embora a CCR tenha sido fundada por atores sólidos do ramo da construção civil, eles compreenderam que também precisariam atrair outros investidores para sua operação de capital intensivo em rodovias pedagiadas.

Eles sabiam que não seria uma tarefa simples. Afinal, quem pensaria em investir em uma empresa controlada por seus principais fornecedores? O potencial para conflitos de interesse era óbvio e somente uma garantia confiável de transparência e equidade satisfaria os novos investidores. Uma governança equilibrada foi a resposta inicial ao desafio. A CCR convidou a Brisa, uma operadora internacional de rodovias com pedágio que não atuava na indústria de construção de rodovias do Brasil, para fazer parte do grupo de acionistas controladores e atuar como promotora da transparência. A reestruturação da propriedade foi o primeiro passo no sentido da boa governança corporativa — participações acionárias iguais dos acionistas controladores garantiram o equilíbrio de poder. Em seguida, a empresa implementou uma série de procedimentos e práticas que sinalizou para o mercado que sua estrutura de governança corporativa protegeria os direitos de acionistas minoritários. O resultado: A CCR atraiu os investidores adicionais que buscava mantendo, ao mesmo tempo, a confiança dos acionistas existentes.

### Ampliando a base de acionistas

**O Grupo ISA** é a maior empresa de transmissão de energia da Colômbia e uma companhia de serviços públicos de economia mista. Foi criada em 1967 originalmente como uma empresa 100% estatal para conectar as várias redes regionais de transmissão existentes à época na Colômbia. Mas, depois de atender aos requisitos energéticos do país, a empresa traçou planos para expandir-se além das fronteiras nacionais. Para atingir essa nova visão, a estrutura de capital foi reconsiderada, apoiada por práticas aprimoradas de governança corporativa. O resultado foi o seguinte:

- Em 2000, a ISA tornou-se a primeira empresa de economia mista de serviços públicos da Colômbia a democratizar sua propriedade, recebendo novos acionistas de varejo que detiveram 13,62% do capital da companhia.

---

<sup>7</sup> Os investidores institucionais globais que administram mais de 1 trilhão em ativos vão pagar um prêmio para as empresas bem-administradas. Ver MCKINSEY. *Mckinsey global investor opinion survey on corporate governance*. 2002. Disponível em: <<http://www.mckinsey.com/client-service/organization-leadership/service/corpgovernance/pdf/globalinvestor-opinion-survey2002.pdf>>.



- Ao compreender que o Estado, na qualidade de acionista, poderia dificultar a captação de mais investidores, a ISA adotou outras práticas de boa governança corporativa para dirimir dúvidas.
- Isso gerou uma IPO bem-sucedido, seguido rapidamente por uma segunda oferta de ações em 2002.
- Os novos acionistas privados da ISA logo controlaram 30% da empresa.

### A indústria que faz uso de capital intensivo precisa de capital

A **NET Serviços**, a maior operadora de televisão a cabo do Brasil, atua em um negócio que exige volume significativo de capital para desenvolver sua infraestrutura. Desde o início, o intuito foi incluir acionistas estratégicos. Esses acionistas abririam o capital da empresa como uma forma de explorar os mercados de ações, proporcionando-lhe uma estrutura de capital eficiente e diversificada. Em meados da década de 1990, a NET fez melhorias em suas práticas de governança corporativa que lhe permitiram abrir o capital nos mercados do Brasil e dos EUA.

- No final da década de 1990, quando as questões relacionadas à governança corporativa ganharam mais publicidade, os acionistas da NET decidiram que a companhia deveria adaptar sua governança às exigências dos investidores.
- Em 2001, a empresa adotou a primeira rodada de práticas de boa governança, entrando para o Nível 1 do segmento de listagem de governança corporativa da BM&FBOVESPA.
- Ao se deparar com um ambiente macroeconômico turbulento, até porque visava ser líder no setor de televisão a cabo, a companhia percebeu que precisava de capital novo e estrangeiro para cumprir suas obrigações e sustentar o crescimento.
- Para atrair esse novo financiamento, a NET comprometeu-se a manter padrões mais elevados de governança corporativa, tornando-se a segunda empresa a avançar para o Nível 2 da BM&FBOVESPA.

### 1.3 Reduzindo o custo do capital, diversificando a estrutura de capital

O impacto da melhoria da governança corporativa pode fazer mais do que atrair capital e empréstimos globais. As fontes domésticas de capital e crédito também devem fluir para empresas que demonstram um forte compromisso com uma boa governança. As empresas talvez queiram não apenas obter fontes novas e mais baratas de capital para financiar suas operações, mas também diversificar sua estrutura acionária.

No mundo corporativo, todos estão cientes de que à medida que aumentam os riscos dos investidores, também aumenta o custo do capital. Nos últimos anos, os investidores que fornecem financiamentos tenderam a incluir as práticas de governança de uma companhia, como estrutura de participação transparente e relatório financeiro apropriado, como critérios-chave em seu processo de tomada de decisões sobre investimentos. Portanto, ter um bom sistema de governança corporativa em vigor resultará, em última análise, em taxas de juros mais baixas e prazo de vencimento mais longo para empréstimos e créditos.<sup>8</sup> Conclusão: as empresas que praticam uma melhor governança corporativa têm mais probabilidade de obter custos reduzidos, quando incorrem em dívidas e financiamentos para suas operações.

<sup>8</sup> Pode-se argumentar que os bancos e outros fornecedores de capital de terceiros nem sempre exigem que as empresas sigam altos padrões de governança corporativa no mesmo grau que certos investidores de capital fariam (principalmente os investidores institucionais ativos). Isso é explicado pelo fato de que os bancos em geral têm melhores informações sobre as empresas para as quais emprestam dinheiro, devido a um relacionamento mais próximo e direto. Além disso, os bancos também têm outros mecanismos adicionais para proteger seus direitos, tais como a exigência de garantias para os empréstimos. No entanto, muitos bancos são proponentes ativos de melhores práticas de governança corporativa, inclusive, de seus próprios clientes.



## Uma melhor governança pode ter um impacto positivo no custo de capital

**Classificação de crédito:** Na Romênia, no final de 2004, a FitchRatings atualizou a classificação de crédito individual da Banca Comercial Romana de D para C/D. A Standard&Poors elevou a classificação equivalente de longo prazo de B+ para BB-. As duas agências citaram as melhorias na governança corporativa e a gestão de riscos como os principais motivos para as atualizações.

**Avaliação:** No Brasil, o Credit Suisse elevou a avaliação da Brasil Telecom em maio de 2006 de *hold* para *outperform* justamente devido às melhorias nas práticas de governança corporativa da empresa.

**Taxas Libor e redução de *spread*:** a PREVI, maior fundo de pensão do Brasil, comparou uma carteira de cinco empresas que receberam aportes e que adotaram práticas de boa governança, com um grupo de oito companhias com governança deficiente, por meio de classificação de risco e custos de crédito. O grupo com boa governança recebeu uma classificação significativamente melhor, com avanços obtidos após a adoção de boas práticas de governança corporativa. Essa comparação foi considerada especialmente significativa devido às fortes restrições de crédito no setor industrial das empresas.

- O grupo de governança acessou o mercado de dívida externa de 2004–2006. O financiamento que havia custado Libor + 3,875% foi renegociado a Libor + 1% após as melhorias de governança corporativa.
- Ao emitir debêntures, as empresas do grupo de governança corporativa também lucraram com uma redução de *spread* de 3,5% sobre o CDI em 2004 para 1% após as reformas de governança, em 2005.

Esta seção observa que atrair capital externo e reduzir seu custo é um importante estímulo das melhorias na governança corporativa. Embora a motivação tenha origem principalmente dentro da empresa e em sua liderança, outras motivações para melhorias na governança podem decorrer de fontes externas.

## 2 Enfrentando e respondendo às pressões do mercado externo

Pressões externas podem ser decorrentes da concorrência global, de matérias-primas escassas ou de custos variáveis de outros insumos da companhia. Uma fonte central de pressão também pode ter origem na comunidade de investidores. Os investidores têm um real interesse em reduzir seu risco, exigindo a melhoria da governança das empresas que recebem aportes. Os estudos têm demonstrado que ambientes de governança corporativa com baixos padrões e frágil estrutura de conformidade continuam a enfrentar barreiras para investimento, com investidores estrangeiros enfrentando maiores dificuldades para obter informações de qualidade nesses países. Embora os investidores possam investir menos nesses países, por várias razões, como diversificação de carteira, eles ainda podem considerar investimentos apesar dos frágeis padrões de governança, regulamentações e garantia de cumprimento da legislação vigente. Nessas circunstâncias, os investidores são mais inclinados a selecionar as companhias que possam ser diferenciadas pelo seu comprometimento com uma melhor governança.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> LEUZ, C.; LINS, K. V.; WARNOCK, F. E. Do foreigners invest less in poorly governed firms? *ECGI Finance working paper n. 43/2004*, 2008.

Em alguns casos, as demandas do mercado externo acionam ou aceleram o ritmo das melhorias de governança em uma empresa.

### Conformidade com as normas legais e regulatórias

Novos requisitos legais ou regulatórios podem se constituir em uma importante oportunidade para as empresas repensarem e reformularem seus processos de governança corporativa, de forma a adicionar mais valor aos negócios. A **CPFL Energia** adotou essa abordagem, utilizando-se das regras de listagem na Bolsa de Valores de Nova York e no mercado local como forma de adotar um meio eficiente de cumprir as normas de mercado.

A companhia criou um departamento de Compliance para garantir o cumprimento das regulamentações de mercado das bolsas nas quais ela está listada — BM&FBOVESPA e NYSE e também se certificar de que a companhia cumpre com as várias disposições da Lei Sarbanes-Oxley. Os líderes recordam que o cumprimento da Seção 404 da Lei Sarbanes-Oxley, que trata dos controles internos na preparação das demonstrações financeiras, exigiu um significativo aprimoramento dos processos da empresa.

### Ampliando a base de capital

Quando os acionistas da **NET** começaram a discutir a melhor forma de aumentar o capital da empresa como elemento-chave em seu processo de reestruturação, imediatamente surgiram problemas. Se não fosse encaminhada apropriadamente, a situação poderia ter gerado um tratamento diferente dos acionistas com e sem direito a voto.

Ciente dos problemas potenciais, a companhia levou o caso para a Associação Brasileira de Investidores Minoritários, ANIMEC. Após extensa e imparcial discussão na ANIMEC, a direção da NET compartilhou as recomendações da Associação com o seu conselho de administração.

É interessante observar que a empresa previu uma possível pressão externa e tratou a situação de uma forma que solucionaria as preocupações. A franca e dinâmica troca de ideias, que reuniu todas as partes — incluindo acionistas minoritários — para debate resultou em uma aprovação geral de medidas sólidas de governança corporativa que poderiam alinhar os interesses de todas as partes interessadas. O conselho identificou formas de simplificar o processo de reestruturação de capital e resolver as questões problemáticas.

## 3 Equilibrando os interesses (algumas vezes) divergentes dos acionistas

Em determinados casos, as empresas podem vivenciar situações nas quais seus acionistas tenham diferentes interesses quanto à orientação geral dos negócios. Como esse tipo de situação é potencialmente prejudicial à companhia, a prevenção de conflitos pode demandar a introdução de estruturas específicas de governança corporativa, políticas e processos voltados a assegurar a todos os acionistas que seus interesses serão protegidos.

### Viabilizando o acordo de acionistas

Consideremos o exemplo da **CPFL Energia**. A complexa estrutura de propriedade da empresa envolvia oito acionistas controladores, três dos quais são grandes grupos empresariais, e os outros cinco são fundos de pensão. Evidentemente, estabelecer o equilíbrio das relações representou grandes desafios.

Os acionistas controladores interagiram por meio de três veículos:

- Os grupos Bradesco,<sup>10</sup> Votorantim<sup>11</sup> e Camargo Córrea, por meio da VBC Energia
- O Fundo de Pensão dos Funcionários do Banco do Brasil — Previ — por meio de uma empresa chamada 521 Participações
- Os quatro fundos de pensão de empresas estatais — Fundação Cesp, Petros, Sistel e Sabesp — por meio de uma sociedade denominada Bonaire Participações

Devido à natureza diversa dos acionistas controladores, foi essencial estruturar o processo decisório, de modo a evitar conflitos potenciais que prejudicassem a sustentabilidade da empresa. Para tanto, os acionistas assinaram um acordo, em março de 2002, que definiu as regras de controle comum e os processos de tomada de decisão aplicados a todos os acionistas controladores. Em dezembro de 2007, o acordo de acionistas foi modificado para contemplar os aperfeiçoamentos na governança corporativa implementadas pela empresa e para adaptar os mecanismos corporativos ao contexto atual de negócios.

### **Pressão para manter a liquidez aumenta a necessidade de aperfeiçoamento da governança corporativa**

Entre 5 de novembro de 1997, data de privatização da CPFL Paulista, e o final do exercício de 2004, os acionistas controladores — incluindo os fundos de pensão, que possuíam 55% de capital próprio — fizeram grandes investimentos na estruturação da **CPFL Energia**, com as aquisições das subsidiárias CPFL Paulista, CPFL Piratininga e Rio Grande Energia — RGE, além de investimentos adicionais nos projetos de geração de energia.

Tendo em vista a natureza destes acionistas, a liquidez era de extrema importância, considerada um valor agregado pelo mercado de capitais e também a perspectiva de geração de valor no longo prazo. Para garantir a liquidez, a empresa tomou medidas para aperfeiçoar sua estrutura de governança corporativa alinhando suas práticas às regras do segmento de listagem do Novo Mercado da BM&FBOVESPA e os regulamentos de listagem na Bolsa de Valores de Nova York, emitindo ADSs de Nível III.<sup>12</sup> Estas melhorias na governança corporativa incluíram medidas explicitamente voltadas ao alinhamento dos interesses de diferentes acionistas, como:

- A migração de acionistas minoritários das subsidiárias CPFL Paulista, CPFL Piratininga, CPFL Geração e RGE para a CPFL Energia, através de uma incorporação de ações, que envolveu um montante de R\$ 560 milhões e aproximadamente 57.000 acionistas
- O alinhamento dos estatutos sociais das subsidiárias ao estatuto social da CPFL Energia: CPFL Paulista, CPFL Piratininga, CPFL Geração, RGE e CPFL Santa Cruz

Outras questões que devem ser consideradas ao tentar equilibrar interesses ocasionalmente divergentes dos acionistas:

- › **Implementação de práticas para evitar favoritismo:** a motivação para alinhar os interesses dos acionistas fundadores também foi um dos motivos para a **CCR** adotar determinadas medidas de governança corporativa, como a de criar uma estrutura acionária na qual os acionistas controladores eram concorrentes históricos no ramo da construção civil. Ao trazer um acionista controlador adicional que não fazia parte do setor de construção, mas somente do

<sup>10</sup> Em dezembro de 2006, o Bradesco deixou o grupo de controle. Ele continua como acionista, mas suas ações agora fazem parte do *free float* (ações negociadas livremente na bolsa).

<sup>11</sup> Em fevereiro de 2008, a Votorantim deixou o grupo de controle.

<sup>12</sup> Os certificados de depósito ADS (*American Depositary Shares*) são as ações individuais de uma empresa estrangeira representadas por um ADR (*American Depositary Receipt*).

setor de administração de rodovias pedagiadas, e ao tomar outras medidas, como garantir um percentual de ações negociadas em bolsa (*free float*) e criar um mecanismo explícito para avaliar contratos entre as partes relacionadas, a CCR demonstrou que tinha uma estrutura em prática que asseguraria o equilíbrio dos interesses de todos os acionistas, em vez de favorecer os interesses de seus acionistas controladores envolvidos na construção.

- › **Equilíbrio dos interesses dos controladores e dos minoritários:** há também a necessidade de equilibrar os interesses dos acionistas ao lidar com as relações entre os controladores e os minoritários. Estes podem estar preocupados que os controladores abusem de sua posição de controle — em detrimento do grupo minoritário. Isso pode criar problemas também para os acionistas controladores, pois é possível que estejam interessados em atrair novos investidores.
- › **Atração de um universo mais amplo de investidores:** muitas empresas podem estar motivadas a melhorar sua governança para tornar suas ações mais atraentes a um universo mais amplo de investidores. Essas melhorias na governança corporativa serão orientadas para garantir aos acionistas minoritários atuais e potenciais que seus direitos sejam apropriadamente observados e protegidos. Quanto mais ativamente forem negociadas as ações da companhia no mercado de ações, o que é facilitado por volumes maiores de ações fora do bloco de controle (*free float*), menos obstáculos haverá para que os investidores não controladores entrem e saiam da companhia. Isso garante que os acionistas possam sair, se discordarem da estratégia dos acionistas controladores e do conselho, ou se estiverem insatisfeitos com o desempenho da direção. A disponibilidade de saída em um mercado líquido também aumenta o potencial para que os investidores recebam o valor integral referente a sua participação na empresa, ou seja, não sofra desconto no preço de sua ação pela falta de liquidez na companhia. Para obter acordo sobre o aumento da liquidez, os acionistas controladores, cujo controle e participação na empresa serão diluídos, devem compreender que, ao desistir de algumas de suas ações, eles podem atrair outros investidores — um movimento que provavelmente aumentará o valor da empresa e de suas ações.

## O Grupo Suzano busca uma valorização do preço das ações

O principal objetivo de curto prazo da estratégia do **Grupo Suzano**<sup>13</sup> no mercado de capitais foi a rápida valorização do preço das ações. Seu conselho de administração e diretoria precisaram apresentar resultados positivos em curto e médio prazos para garantir o ganho rápido — ou seja, para que o valor e os benefícios do movimento pró-mercado de capitais fossem rapidamente percebidos pelos acionistas controladores.

Por que isso foi necessário?

Porque a implementação de melhores práticas de governança corporativa como um pré-requisito para a estratégia no mercado de capitais implicou na concessão imediata de determinados direitos de controle e direitos econômicos aos acionistas minoritários pelos controladores. Os acionistas controladores precisaram entender que isso também acarretaria na valorização potencial do preço das ações. A rápida valorização seria possível, reduzindo-se o risco associado à baixa liquidez da empresa no mercado de ações, o que poderia ser obtido por meio da oferta de ações ao mercado.

Como a empresa conseguiu isso?

A companhia realizou melhorias de governança corporativa ditadas pelos Níveis 1 e 2 — segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA. A valorização apropriada do preço das

<sup>13</sup> O grupo era composto pela Suzano Papel e Celulose e a Suzano Petroquímica, sendo que a última foi vendida para a Petrobras em 2007. Atualmente, a empresa é a maior produtora de papel e celulose de eucalipto verticalmente integrada da América Latina.

ações da empresa junto com maior liquidez ofereceram uma saída simples, justa e atraente para os acionistas minoritários, incluindo os integrantes da família controladora e as gerações futuras da família que poderiam querer buscar outros interesses de negócios ou pessoais, sem colocar em risco as atividades da companhia.

## 4 Resolvendo questões de governança em empresas familiares

*“Para o grupo Suzano, . . . (governança corporativa) é a garantia de continuidade daquilo que os fundadores semearam. É a evolução de um sonho. Podemos sofrer acidentes ao longo do caminho, isso é natural. Mas boas práticas de governança favorecem a continuidade das empresas da Suzano e tornam seus alicerces resistentes ao movimento incontestável que é a globalização.”<sup>14</sup>*

— **David Feffer**, Suzano, Presidente do Conselho de Administração



Empresas familiares ou de propriedade dos fundadores enfrentam problemas de governança corporativa singulares. No Capítulo 5, esses problemas e desafios são abordados em detalhes. Mas é importante abordar essas questões aqui também, pois criam motivação para a melhoria das práticas de governança de um modo que difere de outras de capital aberto.

Muitas coisas podem dar errado em uma empresa familiar. Com o tempo, à medida que a companhia e os parentes crescem, a família, que havia sido considerada a principal fonte de sucesso do negócio, pode tornar-se a origem de um desastre potencial. Entre as armadilhas que podem levar uma empresa familiar a perder todo seu valor, se não forem tratadas adequadamente, estão:

- › Sucessão da propriedade e da direção
- › Políticas de emprego familiar
- › Relações entre os assalariados da família e os recebedores de dividendos da família
- › Processos de tomada de decisões dentro da família
- › Fornecer incentivos para contratar e reter gestores não familiares que sejam profissionais qualificados

Lidar com esses desafios para permitir que a empresa sobreviva e cresça também motiva as empresass a buscar melhorias na sua governança.

---

<sup>14</sup> IBGC — Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Uma década de governança corporativa* — história do IBGC, marcos e lições da experiência. São Paulo: Saraiva, 2005.

*“A Ultrapar tinha a opção de transformar-se em uma verdadeira empresa de grande porte no processo de sucessão de sua liderança familiar. Ela escolheu tornar-se uma das principais companhias brasileiras nos mercados de capitais. A profissionalização de sua direção foi o caminho escolhido e, para materializar o objetivo, a governança corporativa começou a mudar. Houve vários marcos: 1997 — profissionalização do conselho; 1999 — IPO; 2000 — direitos de tag-along para todos os acionistas; e 2002 — a incorporação da Oxiteno e Gipóia. O processo de profissionalização com a implementação de práticas sólidas de governança culminaram na minha sucessão como presidente-executivo do grupo. Em 2007, a aquisição da Ipiranga ocorreu por meio do uso de ações da Ultrapar como moeda, que foi um processo bem-sucedido com base nas melhores práticas de governança corporativa.”*



— **Paulo Cunha**, Ultrapar, ex-Presidente Executivo e atual Presidente do Conselho de Administração

### Transformação da Buenaventura

Além de acessar o capital necessário para expandir as operações da empresa, os planos da **Buenaventura** para melhorar suas políticas e práticas de governança corporativa foram motivados pelo desejo de transformá-la de empresa familiar em uma companhia gerida profissionalmente. Isso alinharia os objetivos da família aos objetivos de longo prazo dos acionistas e, em última instância, maximizaria o valor para todos os acionistas. Estruturas apropriadas de governança corporativa também ajudariam a empresa a evitar os riscos de desentendimentos entre os membros da família que poderiam prejudicar a organização.

### Mudança de gerações na Ferreyros

Não é incomum ocorrer brigas pelo poder entre membros de segunda e terceira gerações. Felizmente, esse não era o caso da **Ferreyros** — empresa peruana focada na importação, venda e aluguel de máquinas e equipamentos pesados e assistência técnica — pois os herdeiros tinham outros interesses para suas carreiras e vidas.

O modelo de propriedade e controle na Ferreyros evoluiu desde sua fundação em 1922, com o número de acionistas e a estrutura de suas *holdings* mudando com o tempo, devido a

esses fatores familiares. A primeira geração de sócios fundadores passou sua propriedade para a segunda, que incluía alguns parentes desinteressados no negócio.

Portanto, há mais de 30 anos, os controladores da Ferreyros passaram a direção para diretores executivos profissionais e decidiram criar uma base diversificada de acionistas. Essa rotatividade exigiu mudanças na governança para garantir que os interesses da família permanecessem protegidos e que os diretores executivos não-familiares fizessem o máximo possível para agir no interesse da companhia. As mudanças na governança também foram motivadas pela meta estratégica da empresa de registrar suas ações na Bolsa de Valores de Lima.

Depois de listar suas ações na Bolsa de Lima em 1971, a companhia determinou que o mercado de capitais iria se tornar uma importante fonte de financiamento. Hoje, a Ferreyros é um reconhecido ator nos mercados de capitais peruano.

### **A Suzano e o planejamento de sucessão**

As mortes de Leon Feffer, fundador da **Suzano**, e Max, filho de Leon Feffer, em um intervalo de dois anos, motivaram a aceleração das melhorias na governança corporativa da empresa. Embora David Feffer, neto do fundador, estivesse preparado para seu novo papel de liderança, também estava claro que a dinâmica da família provavelmente iria se tornar mais complicada no futuro. As melhorias na governança corporativa voltadas a solucionar essa questão também levaram a companhia a contar mais com diretores executivos não familiares. A empresa continuou a aprimorar seu modelo de governança, priorizando o respeito à cultura e dinâmica interna da companhia, ao mesmo tempo em que lucrava com resultados de curto prazo. Um marco importante: uma iniciativa de planejamento estratégico de 2004 com planos de ação que levaram a melhorias contínuas de governança no futuro.

### **Desafios singulares de uma empresa familiar**

A compreensão dos desafios singulares enfrentados pelas empresas familiares levou Pery Igel, filho do fundador da **Ultrapar**, a fazer uma mudança sem precedentes no mercado local. Em 1984, ele preparou uma emissão de ações restritas aos diretores executivos da empresa como parte de um contrato de emprego de vinte anos. Isso alinharia seus interesses aos da família controladora e de outros acionistas. Também garantiria que eles ajudassem a construir uma companhia sólida para si mesmos — como acionistas de longo prazo, teriam uma participação financeira no enriquecimento da organização.

Essa foi a primeira medida de uma série de iniciativas que Igel tomou, em uma época em que o termo “governança corporativa” ainda nem era usado. O motivo dessas medidas corajosas? O desejo de garantir o futuro da empresa independentemente das incertezas da família e interesses potencialmente divergentes.

## **5 Garantindo a sustentabilidade das empresas**

A maioria das companhias é formada sem nenhum senso de limite de tempo para a duração de sua operação. É provável que os proprietários-fundadores de boa parte das companhias esperem que elas sobrevivam a eles. Esse desejo de garantir a sobrevivência de longo prazo da empresa é uma motivação para as melhorias na governança. Os acionistas podem ajudar a garantir o sucesso de longo prazo e a sustentabilidade da empresa ao implementar práticas sólidas de governança corporativa.



## Perpetuando a empresa e a abordagem para fazer negócios

Encontrar um caminho para financiar o negócio não foi uma preocupação para a **Natura**, empresa líder do setor de cosméticos, higiene pessoal e produtos de perfumaria no Brasil. Sua operação era uma forte geradora de caixa. Além disso, a abordagem dos acionistas controladores gerou confiança no mercado e criou um ambiente sólido para as atividades comerciais da empresa.

*“Quais são os motivos para isso (abrir o capital da empresa)? . . . É uma visão do futuro, de pensar sobre como perpetuar a companhia. Nós tínhamos um sonho, começamos em um quintal. É uma companhia que cresceu baseada em valores e tem um papel social que transcende os interesses dos fundadores. Ela se tornou uma ferramenta para o desenvolvimento socioeconômico e a abertura do capital da empresa tem a ver com isso, com um processo de perpetuar essa cultura, esses valores. Queremos novos parceiros como aliados na preservação dessa cultura do compromisso com o desenvolvimento econômico, mas também com o desenvolvimento social e ambiental responsável.”<sup>15</sup>*



— **Guilherme Peirão Leal**, Natura,  
Copresidente do Conselho de Administração

A motivação que impulsionou a empresa a dar seus primeiros passos rumo a uma governança melhor era um pouco diferente: foi o desejo de garantir a continuidade de uma maneira particular de fazer negócios fundamentada em determinados valores e crenças. Não havia pressa: ao longo dos anos, os três acionistas, chamados de “chefes do estado-maior”, implementaram práticas de governança corporativa que eram comuns às empresas de capital aberto embora a Natura não fosse ainda listada. Antes de finalmente abrir o capital, a empresa recebeu um prêmio pelo Melhor Relatório Anual em 2003. O caminho para uma melhor governança era firme e consistente.

A Natura queria perpetuar não somente o próprio negócio. Sustentar a abordagem da Natura para fazer negócios também foi fundamental, pois a companhia acredita que a responsabilidade socioambiental corporativa é tão importante quanto o desempenho de seus resultados financeiros.

<sup>15</sup> BOVESPA. *Como e por que tornar-se uma empresa aberta*. 2004.

Com gestão orientada pela valorização dos três 3Ps (People, Planet and Profit), a Natura sentiu-se motivada a realizar melhorias na governança corporativa devido ao seu desejo de institucionalizar e perpetuar o modelo de negócios e a cultura da empresa. Os três acionistas controladores também queriam diversificar suas carteiras pessoais. A decisão foi tomada: os acionistas registraram as ações da Natura na BM&FBOVESPA.

Para os proprietários da Natura, essa era a forma de atrair novos parceiros que os ajudassem a monitorar a conduta empresarial — parte de um processo orientado a separar propriedade e direção. Como empresa de capital aberto, a Natura também estaria mais bem posicionada em projetos de expansão futura, levantando fundos a baixo custo no mercado e não a taxas de empréstimo comercial. Houve ainda benefícios para a direção executiva: os acionistas também compreenderam que uma empresa de capital aberto teria melhores condições se atraísse e mantivesse executivos realmente talentosos.

### Sustentabilidade por meio de privatização

A **Embraer** do Brasil, uma das maiores fabricantes de aeronaves do mundo, foi fundada em 1969 como uma empresa estatal, mas foi privatizada em 1994. Como consequência da privatização, a Embraer não apenas recuperou seu equilíbrio financeiro como também foi capaz de empreender um novo processo de expansão. O desenvolvimento de novos produtos pela Embraer, assim como seu crescimento futuro, dependiam de sua flexibilidade para acessar mercados de capital. Foi isso que aconteceu em 2000, quando a empresa acessou mercados de capitais internacionais por meio de uma oferta inicial (IPO) de ADRs (*American Depositary Receipts*) na Bolsa de Valores de Nova York para financiar o desenvolvimento de uma nova linha de jatos comerciais.

A natureza da estrutura da Embraer limitava, no entanto, o acesso da companhia aos mercados de capitais. Também restringiu a liquidez das ações da empresa, uma vez que limitou a adoção de níveis mais elevados de padrões de governança corporativa. A Embraer percebeu que precisava agir. No dia 31 de março de 2006, a maioria dos acionistas, incluindo aqueles com ações ordinárias, preferenciais e ADRs, aprovou uma proposta de reestruturação societária. O plano simplificou a estrutura de capital, transformando todos os tipos ação em apenas um — ações ordinárias. Essa mudança aprimorou as práticas e a transparência da governança corporativa.

A principal meta da reestruturação corporativa era criar uma base de sustentabilidade, crescimento e continuidade das operações da Embraer. Na realidade, a reestruturação foi dividida em blocos de acionistas controladores. Como resultado, a Embraer tornou-se a maior empresa aberta do Brasil com capital totalmente disperso.

Conclusão: sem um bloco de controle permanentemente definido, os acionistas da Embraer devem reunir-se, discutir e alcançar um consenso sobre como alinhar seus interesses, quando tomam decisões em cada Assembleia Geral dos acionistas e isso tem contribuído para uma maior transparência.

### Institucionalizando a empresa

Garantir a sustentabilidade da organização foi a principal motivação da **Homex** para adotar boas práticas de governança corporativa. Prevendo seu futuro, a direção da Homex propôs criar várias estratégias focadas no crescimento contínuo e de longo prazo, proposta essa que foi aceita pelo conselho de administração. A liderança da Homex chama essa estratégia-chave de “a institucionalização da companhia.” Entre as medidas adotadas estavam a criação de uma infraestrutura de governança sólida e procedimentos de tomada de decisões, enfatizando que o desenvolvimento da companhia viesse a depender de seu sistema de governança e não de indivíduos específicos e estabelecendo condições para perpetuar a empresa para futuras gerações.

## 5.1 Atraindo e retendo executivos para garantir a implementação de estratégias

*“As pessoas investidas de responsabilidades de gestão, em qualquer tipo de empresa, têm a obrigação de assegurar que essas empresas continuem a existir no futuro e, além disso, compreendam seus reais deveres sociais. Elas devem entender que uma organização é muito mais do que apenas a propriedade de um ou mais indivíduos; ela é parte da própria sociedade, fornecendo oportunidades de emprego e um ambiente onde várias pessoas possam buscar seu desenvolvimento profissional.”*



—**Roque Benavides**, Buenaventura, Presidente Executivo

Recursos financeiros fluem para organizações que possuem equipe sólida e eficiente reunida em torno de uma visão e uma missão comuns, capazes de implementar seu plano estratégico. Uma diretoria executiva composta de profissionais sem parentesco com a família proprietária ou que combine diretores executivos competentes que sejam da família proprietária com pessoas de fora costuma ser agente de governança corporativa em uma empresa familiar. É importante que a seleção de membros da diretoria executiva seja feita de forma objetiva para garantir que a companhia contrate as melhores pessoas para administrar o negócio — não com base na associação da direção com a família controladora.

É cada vez maior a frequência com que profissionais talentosos buscam novas oportunidades para fazer a diferença nas empresas e um sistema de governança corporativa inconsistente pode impedi-los de seguir adiante. Aqui estão algumas armadilhas comuns que tornam difícil para a diretoria executiva focar no desempenho das suas responsabilidades diretas de administrar os assuntos da empresa:

- › Critérios duvidosos para a promoção de diretores executivos
- › Ausência de um sistema de remuneração baseado no mérito
- › Esquemas de remuneração obscuros
- › Tomada de decisões irregular e não transparentes que afetam questões de recursos humanos e responsabilidades de administração dos assuntos da empresa

## Atraindo e retendo grandes talentos comprometidos com o sistema de valores da empresa

Os líderes da **Natura** acreditam que o sucesso de sua governança corporativa está baseado no comprometimento e engajamento de todos os funcionários, em todos os níveis, bem como na compreensão comum da estratégia por toda a companhia. Para reter funcionários talentosos comprometidos com os princípios e crenças da Natura — e com a meta final de aprimoramento operacional, — a empresa realizou uma série de etapas relacionadas à governança corporativa:

- Oferta de salários e benefícios competitivos
- Promoção dos funcionários motivados que são fundamentais para o sucesso da companhia
- Condução de pesquisas anuais de satisfação dos funcionários por meio de uma empresa independente desde 1995

## Criando o valor da empresa

A **Ultrapar** tornou-se mais focada na profissionalização de sua diretoria executiva no início da década de 1980, quando o conceito de alinhamento de interesses foi introduzido. Os líderes da empresa procuraram gerar valor para a companhia, retendo determinados membros-chave da direção do Grupo, garantindo assim êxito por meio da sucessão. A introdução de pacotes de remuneração de executivos, que incluíam um pagamento na forma de ações, foi uma das principais medidas tomadas. Pery Igel, proprietário da companhia, introduziu esse conceito pioneiro. O legado de Igel nesse aspecto foi significativo: a concessão de ações para a direção e o alinhamento de interesses dos executivos com os interesses dos acionistas originais ajudou a desenvolver relações harmoniosas entre os herdeiros de Igel — os acionistas da família controladora — e os executivos seniores da empresa.

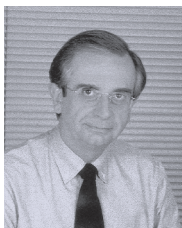
*“Tornar-se uma verdadeira organização de grande porte — esse era o sonho de Pery Igel. A empresa conseguiu realizar esse sonho com êxito ao implementar excelentes práticas de governança corporativa.”*

— **Pedro Wongtschowski**, Ultrapar, Presidente Executivo



## 6 Obtendo melhores resultados operacionais

*“A governança corporativa foi desenvolvida e moldada dentro de um contexto da empresa moderna, com uma participação bastante transparente de acionistas minoritários. Tudo isso resultou no aumento de sua agilidade e nível de eficiência, em sua modernidade e, sem dúvida, foi uma transformação muito benéfica para a companhia.”<sup>16</sup>*



—**Eduardo Borges Andrade, CCR,**  
Membro do Conselho de Administração,  
Presidente do Comitê de Governança Corporativa e Acionista

Uma direção eficiente depende da prestação de contas dos formuladores de decisões e dos funcionários e do fluxo oportuno de informações relevantes para aqueles que precisam delas para realizar suas funções. O desejo de alcançar melhores resultados operacionais e melhor produtividade é outra forte motivação para as empresas aprimorarem suas práticas de governança corporativa.

Diretores executivos, membros do conselho e acionistas, todos eles podem tomar decisões melhores, mais rápidas e mais informadas, quando a estrutura de governança da empresa permitir que eles compreendam claramente seus respectivos papéis e responsabilidades e quando os processos de comunicação forem regulamentados de maneira eficiente e eficaz. Isso, por sua vez, deve aumentar significativamente a eficiência das operações financeiras e comerciais da companhia em todos os níveis. Uma governança de ótima qualidade agiliza todos os processos comerciais de uma empresa e isso resulta em um melhor desempenho operacional e despesas financeiras mais baixas,<sup>17</sup> que, por sua vez, podem contribuir para o crescimento das vendas e dos lucros.

Vários estudos empíricos acadêmicos mostraram que uma boa governança corporativa traz muitas melhorias que contribuem para o desempenho mais eficiente das empresas.<sup>18</sup>

<sup>16</sup> BOVESPA. *Como e por que tornar-se uma empresa aberta*. 2004.

<sup>17</sup> GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

<sup>18</sup> Alguns exemplos desses estudos são:

- Um estudo das 100 maiores empresas de mercados emergentes feito pela Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) em 2001 mostrou que aquelas com a melhor governança corporativa em cada um dos inúmeros países de mercados emergentes tinham classificações EVA (Valor Econômico Adicionado) oito pontos percentuais mais altas do que a média do país.
- Uma equipe da Harvard/Wharton também constatou que as empresas baseadas nos EUA com melhores práticas de governança corporativa têm um crescimento de vendas mais rápido e foram mais rentáveis do que seus pares.
- Um estudo do ABN AMRO (mencionado anteriormente) mostrou que as empresas brasileiras com governança corporativa acima da média tiveram retorno sobre o patrimônio (ROE) 45% mais altos e margens líquidas 76% mais altas do que as com práticas de governança corporativa abaixo da média.

Ao terem um processo estruturado, onde direitos, responsabilidades e regras para tomada de decisões são claramente descritos, as empresas estão em melhor posição para evitar conflitos de interesse e apoiar decisões melhores e mais informadas.

### **Melhor governança como diferencial competitivo**

Para a **Atlas Eléctrica, S.A.**, empresa *holding* de um fabricante de produtos de linha branca na Costa Rica, as melhorias na governança corporativa foram motivadas em parte por seu desejo de diferenciar a companhia de outras empresas na indústria operando no país — especificamente seus concorrentes internacionais.

A Atlas, fundada em um pequeno galpão em 1961, cresceu a ponto de ser a primeira empresa a emitir ações na Bolsa de Valores da Costa Rica em 1976. A governança corporativa foi vista pelos acionistas e pela direção da companhia como uma forma de atrair outros investidores, dado o tamanho relativamente pequeno do mercado de capitais da Costa Rica. Os acionistas também viram que uma melhor governança ajudaria a companhia a superar sua concorrência estrangeira por fornecedores locais. Um nível mais alto de governança corporativa daria aos fornecedores uma medida adicional de conforto em sua parceria com a Atlas.

### **Permitindo velocidade nas ações e agilidade na tomada de decisões**

A **CPFL Energia** tem uma estrutura complexa, resultado da composição de várias empresas, tornando essencial a definição de fluxos de informação rápidos e eficientes, que apoiem a tomada de decisões e a eficácia na solução de problemas. Por ser distribuidora de energia, a companhia precisa ser capaz de tomar decisões com agilidade, pois além de fornecer um insumo básico para as empresas e para o dia-a-dia de pessoas, deve considerar também o risco de acidentes graves que podem decorrer de suas atividades.

Os líderes da empresa perceberam que as melhores práticas de governança corporativa, incluindo controles internos eficazes, trariam ganhos para suas operações. Era necessário estruturar o processo decisório nos níveis de diretoria executiva e conselho de administração, para permitir decisões rápidas e eficazes, visando maximizar a eficiência econômica e o retorno sobre o capital investido. Para atingir estes objetivos, foram criados sete comitês — mais tarde reduzidos a três — para apoiar o conselho de administração. Os comitês fornecem agilidade e consistência às decisões do conselho, pois examinam em profundidade vários temas a serem submetidos ao conselho:

- Definição dos níveis de remuneração dos executivos
- Avaliação do desempenho global dos diretores executivos
- Definição do perfil de riscos e dos controles internos da companhia e de suas subsidiárias
- Avaliação da robustez das informações fornecidas ao conselho
- Exame das transações que envolvem partes relacionadas para assegurar o uso de práticas de mercado

O processo de constituição de órgãos de apoio ao conselho, previsto no acordo de acionistas, propiciou uma estrutura consistente para a tomada de decisões e um nível elevado de certeza de que vários aspectos de uma questão serão discutidos ou explorados de acordo com a necessidade da empresa.

- 
- Um estudo das empresas S&P 500 feito pelo Deutsche Bank mostrou que as empresas com governança corporativa forte ou em crescimento tiveram um desempenho melhor do que as companhias com práticas de governança corporativa fracas ou em deterioração em cerca de 19% durante um período de dois anos. Ver GRANDMONT, R., GRANT, G., e SILVA, F. (2004). *Beyond the numbers — corporate governance: implications for investors*. Deutsche Bank.

**A prestação de contas é essencial.** Melhores resultados operacionais e uma prestação de contas mais clara também podem ter um papel importante no melhora da reputação de uma companhia. A reputação e a imagem de uma empresa são efetivamente parte integral, embora intangível, de seus ativos. As empresas que respeitam os direitos de acionistas e dos credores e garantem transparência e prestação de contas financeiras serão consideradas defensoras dos interesses dos investidores. Conseqüentemente, esse tipo de organização tem maior possibilidade de ser considerada um ilustre cidadão corporativo e, portanto, terá mais confiança e boa reputação junto a seus públicos.

Essa confiança e fidelidade podem resultar em melhor reputação da empresa. A imagem positiva da marca ou sua reputação tem um papel significativo em sua valorização. Em termos contábeis, *goodwill*" (boa reputação) é a diferença entre o preço de compra e o valor justo de mercado dos ativos adquiridos da empresa. É o ágio que uma empresa paga para comprar outra.

O caminho para uma boa governança é único para cada empresa. A estrutura de participação, os aspectos culturais, o perfil dos executivos, os riscos e a urgência envolvidos estão entre os aspectos que moldam o caminho que cada empresa toma rumo a uma melhor governança.

## Para reflexão e discussão

Este capítulo identificou os motivos e os meios — as várias categorias de motivações que impulsionam uma empresa a buscar melhorias para a governança corporativa. Agora, examine a situação de sua empresa:

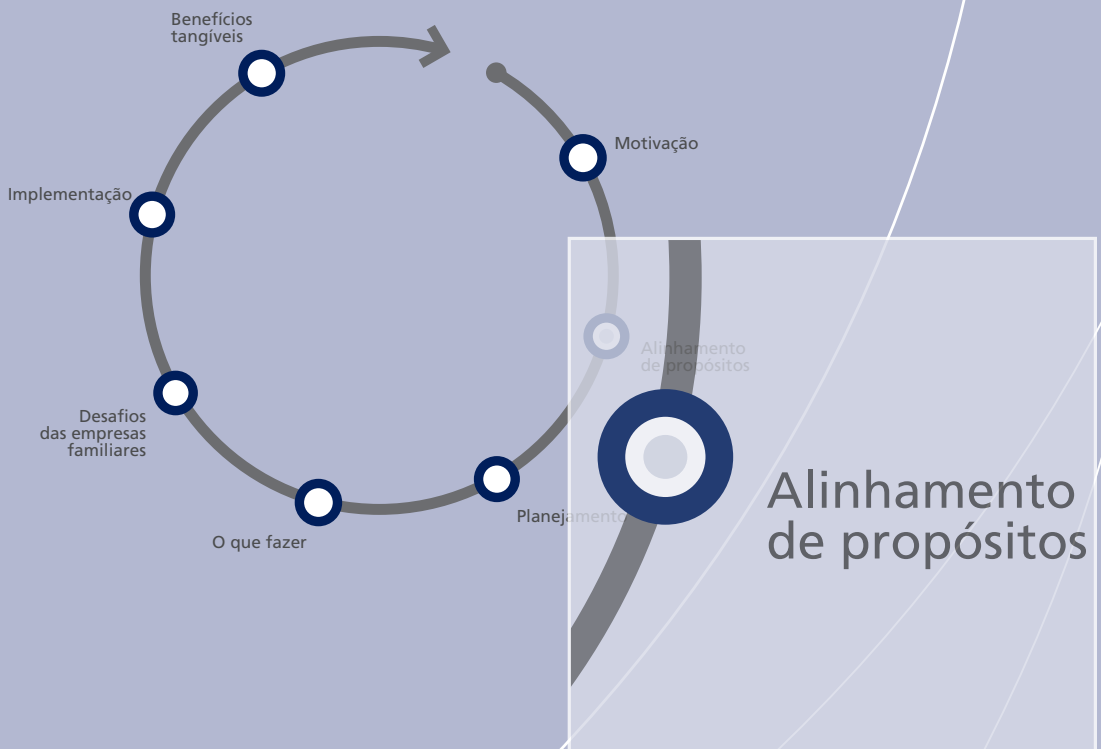
- Quais são as principais motivações da sua empresa para melhorar as práticas de governança corporativa?
- Quais exemplos do Círculo de Companhias são mais relevantes para sua situação?
- Quais são os principais desafios e barreiras que sua companhia enfrenta para melhorar a governança corporativa?





# 2

## ALINHAMENTO DE PROPÓSITOS: MUDANDO ATITUDES E GERANDO COMPROMISSO





## Capítulo 2

# Alinhamento de propósitos: Mudando atitudes e gerando compromisso



### PRINCIPAIS MENSAGENS

**Conseguir acordo sobre uma estratégia comum.** Após os líderes identificarem uma visão compartilhada das melhorias na estrutura e práticas de governança corporativa, tome medidas para chegar a um acordo com todas as partes interessadas *sobre a* estratégia de governança.

**Identificar os pontos de resistência e comunicar claramente as metas, abordagens e resultados previstos.** As mudanças na governança corporativa podem afetar todos que estejam associados à companhia, em todos os níveis de hierarquia. Certifique-se de identificar uma possível resistência às mudanças e comunique claramente os objetivos, ações específicas e resultados previstos de modo que todos participem.

**Utilizar os “promotores” internos.** Os promotores da governança corporativa podem ter um papel importante no tratamento das preocupações reais e potenciais, mudando atitudes e gerando o comprometimento com melhores políticas e práticas de governança corporativa.

**A**s empresas podem ter uma motivação clara para escolher o caminho que as levará a melhorar suas políticas e práticas de governança corporativa. Mesmo assim, a maioria delas enfrenta obstáculos no alinhamento da visão e compreensão de todas as partes interessadas e na mudança de atitudes para alcançar os objetivos escolhidos.

Este capítulo detalha como os líderes podem mudar atitudes dentro de suas organizações ao criar o impulso para adotar uma nova abordagem de fazer negócios e liderar suas empresas rumo a melhores práticas de governança corporativa. Os principais atores nesse processo de transformação são apresentados aqui: os “promotores”, que perseveram e inspiram os outros, assegurando que todos estejam trabalhando rumo a um objetivo comum.

Naturalmente, mudar atitudes e sacudir crenças e práticas arraigadas para ajudar as empresas a ter sucesso requer muito mais do que um plano bem desenhado. Também é necessário estimular a vontade das pessoas. Uma boa governança corporativa é um processo, tanto em termos de definição de estruturas, quanto de implementação de melhores práticas. Isso requer uma mudança de atitude que precisa estar internalizada na estratégia da companhia como um todo.

As empresas do Círculo de Companhias relatam que assumiram alguns riscos no início, quando fizeram mudanças de governança corporativa, porque não havia nenhuma garantia de que aquilo tudo compensaria e nem que uma boa governança realmente se tornaria uma estratégia vitoriosa. Neste capítulo, os membros detalham seus esforços para mudar atitudes e crenças e descrevem como esses esforços compensaram, proporcionando-lhes vantagens competitivas sobre outras empresas.

# 1 Acordar sobre uma visão comum; alinhar interesses

Para simplificar: um dos principais desafios de lançar um processo de melhoria na governança corporativa é alinhar interesses entre todos os importantes atores envolvidos na administração de um negócio.

A compreensão da necessidade de mudança não é uniforme. Algumas pessoas não acreditam que a transformação proposta seja útil. Elas podem ter opiniões diferentes sobre qual seja a melhor forma de implementar as mudanças. Outras podem resistir por causa de seus interesses pessoais.

Como resultado, as pessoas dentro da organização que estão conduzindo esta iniciativa precisarão dedicar um tempo significativo para criar uma visão comum que responda a essas perguntas:

- › Quais mudanças serão implementadas?
- › Como as mudanças serão implementadas?
- › Quando elas serão implementadas?
- › Que benefícios elas trarão para a empresa?
- › Quais riscos podem impedir a obtenção dos resultados desejados dentro do prazo?

Isso se aplica a todas as companhias, desde empresas familiares relativamente pequenas até grandes organizações com estruturas de propriedade complexas.

O alinhamento requer que todos os principais atores — acionistas, conselho de administração, diretores executivos e outras importantes partes interessadas — estejam unidos desde o início, formando assim um interesse comum, um objetivo comum. Essas partes geralmente têm interesses inerentemente divergentes, o que dificulta ainda mais um acordo sobre a estratégia de melhorias na governança corporativa.

Como os acionistas podem garantir que os diretores executivos administrem as operações da empresa de acordo com os interesses dos acionistas e não baseados em seus interesses pessoais?

## 1.1 Superando o problema de agência: aproximando os interesses de gestores e proprietários

Essa questão levanta uma discussão teórica fundamental sobre a governança corporativa. Do ponto de vista prático, esse também é um grande problema para os empresários: os diretores executivos são pagos para operar o negócio no melhor interesse dos acionistas, mas eles podem tomar decisões baseadas em interesses pessoais que diferem daqueles dos acionistas. Como os acionistas são considerados os “principais” nessa relação e os diretores executivos seus “agentes,” essa divergência de interesses pode ser compreendida na teoria econômica como o problema do principal-agente ou de agência.<sup>19</sup>

Essa perspectiva da teoria da agência é útil não somente para compreender a divergência de interesses entre acionistas e diretores executivos no mercado de capitais onde a propriedade é dispersa e as empresas são tipicamente administradas por profissionais contratados externamente. Também se aplica ao caso de empresas da América Latina, onde a propriedade

---

<sup>19</sup> Para um melhor entendimento da teoria de agência, ver : JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305–360, 1976. Ver também o glossário deste *Guia* para uma breve explicação sobre a teoria de agência.

tende a ser concentrada. Nesse caso, oferece uma percepção da relação entre os acionistas controladores e os minoritários.

Nessa situação, os acionistas minoritários podem se preocupar com o fato de seus direitos virem a ser violados pelos diretores executivos alinhados com os controladores. Assim, o problema da agência nesses mercados passa da relação entre acionistas e diretores executivos para a relação entre acionistas minoritários não controladores e acionistas controladores. Os acionistas controladores podem administrar a companhia com base em seus próprios interesses — o que pode nem sempre coincidir com os interesses de outros acionistas.

Como essa situação é representada? Aqui estão alguns exemplos do que é conhecido como benefícios privados de controle, que hoje se traduzem em um desconto na percepção de valor da companhia, se não houver processos apropriados e mecanismos de supervisão para evitá-los.

Ação	Por que isso é um problema
O acionista controlador indica familiares não qualificados para cargos de gestão	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Benefício para o controlador e a família às custas de outros acionistas</li> <li>› A ação coloca o negócio em risco pela falta de uma liderança apropriada</li> </ul>
Os acionistas controladores contratam o serviço terceirizado de uma empresa relacionada a amigos ou parentes	<ul style="list-style-type: none"> <li>› A ação leva em conta a criação de valor para amigos ou parentes e não a a melhor opção para a empresa e todos os acionistas</li> </ul>
Acionistas que controlam e administram a empresa estabelecem remunerações elevadas para si mesmos ou para seus parentes	<ul style="list-style-type: none"> <li>› A ação apropria valor dos outros acionistas</li> </ul>

Está claro que esta é uma questão para os líderes da empresa. O problema de agência pode gerar fuga de valores e prejudicar o desempenho da empresa e as possibilidades de crescimento a menos que tenham sido colocados em prática mecanismos de governança corporativa suficientes para monitorar e garantir que os interesses de todos os acionistas sejam respeitados. Preferencialmente, eles também devem ser alinhados. Compreender essas relações ajudará os líderes a encontrar soluções de governança que forneçam o nível de conforto necessário para atrair investidores.

Uma forma de alinhar os interesses dos acionistas e diretores executivos é uma política de remuneração bem elaborada que esteja vinculada a metas específicas. Isso ajuda a esclarecer os objetivos a serem cumpridos. As práticas de governança corporativa que oferecem transparência e tratamento justo para todos os acionistas podem garantir o alinhamento dos interesses de diferentes grupos. O capítulo 4 explora essas práticas específicas da governança em detalhes.

## 1.2 Identificar os promotores da governança corporativa

Em geral, conduzir processos de mudança se torna mais fácil quando os responsáveis por sua implementação e sucesso estão convencidos de seu valor e fortemente comprometidos. Toda mudança significativa requer uma pessoa ou um grupo de pessoas que se comprometa a conduzir o processo e atingir os resultados previstos.

Os promotores internos são essencialmente necessários quando se trata de mudanças em governança corporativa. Como algumas melhorias podem necessitar de alterações nos princípios e padrões fundamentais da empresa, é sempre bom ter o apoio do nível mais alto possível da liderança.

Melhor cenário: quando o acionista controlador, em muitos casos o fundador ou o patriarca da família, é o promotor.

Na realidade, porém, a iniciativa e a liderança geralmente partem da geração mais jovem dos acionistas. Diretores executivos não-familiares também podem comandar esse tipo de iniciativa. Conclusão? Esses líderes são fundamentais para conduzir iniciativas. Eles ajudam a superar uma resistência real ou potencial. Dedicam tempo e recursos necessários ao sucesso da transformação. E reúnem todas as partes interessadas em torno das metas comuns.

Os exemplos abaixo demonstram que uma mudança de atitude e comprometimento amplo com os princípios da boa governança corporativa podem ajudar a obter um alinhamento de todas as partes interessadas — ou, no mínimo, podem ajudar a garantir que não haja resistência ao novo objetivo e às novas estruturas e processos de governança.

- › Identificar os líderes foi parte do caminho da **CPFL Energia** rumo a uma melhor governança corporativa. Foi criado o Comitê de Governança Corporativa, exclusivamente dedicado a desenvolver e a aperfeiçoar a governança da companhia. Este comitê apoiou as atividades de assessoramento ao conselho, facilitou o fluxo de informações e identificou oportunidades de melhoria das práticas adotadas pela companhia.
- › O presidente executivo (CEO) e o diretor financeiro (CFO) da **Ferreyros** têm sido os principais promotores de uma recente rodada de melhorias na governança corporativa, propondo mudanças nos estatutos que apelam para uma base mais ampla de investidores e para atrair membros independentes a participar do conselho. Eles também lideraram a criação de importantes documentos como os regimentos para as assembleias de acionistas e para o conselho. Esses documentos facilitam a governança corporativa e garantem que esta seja integrada ao código de conduta da empresa — não o projeto favorito de indivíduos específicos.
- › A **NET** conseguiu patrocinadores no conselho e na diretoria executiva, aliados que ajudaram a realizar as mudanças.

### 1.3 Desenvolvendo uma compreensão comum em toda a empresa

Para a transformação da governança corporativa ter êxito, todos os interesses devem alinhar-se em todos os níveis da organização. O compromisso do alto escalão é crucial, devido às funções-chave que os acionistas controladores, o conselho de administração e a diretoria executiva terão de desempenhar para melhorar a governança da empresa.

#### **Melhorias na governança corporativa com troca da liderança entre gerações e reorganização da empresa**

Na **Suzano**, as melhorias na governança corporativa vieram junto com uma reorganização do controle acionário iniciada em 2001, quando David Feffer, neto do fundador, assumiu a direção da companhia após a morte de seu pai. Entre as primeiras medidas de Feffer: implementação de um novo modelo de gestão em uma *holding*. Uma equipe de consultores especializados ajudou no processo, incluindo o planejamento estratégico, e definiu claramente a visão, missão, valores e objetivos estratégicos da empresa.

O esforço se estendeu às subsidiárias Suzano Papel e Celulose e Suzano Petroquímica, que realizaram seus próprios planejamentos estratégicos com base nas diretrizes da empresa-mãe.

As subsidiárias demitiram 80 funcionários, incluindo alguns familiares dos controladores que tinham cargos criados com o único objetivo de atender a interesses dos herdeiros. Essa ação reduziu cerca de 30% dos custos indiretos. Também enviou um claro sinal para todos os funcionários — e para o mercado — de que uma real transformação da governança corporativa estava em andamento, com a meta de priorizar os interesses da empresa sobre o dos familiares.

*“Além de aumentar a liquidez das ações, a valorização das ações e o acesso a novos financiamentos a custos mais baixos, ser uma empresa voltada ao mercado de capitais tem o benefício secundário de ter partes interessadas externas exercitando diariamente a pressão por resultados, emitindo avaliações, relatórios sobre a companhia, entre outros. Como a governança corporativa trata principalmente do alinhamento de interesses, a introdução de planos de incentivo de curto e longo prazos associados à criação de valor e ao desempenho das ações para executivos é essencial para um plano de governança bem definido. Mas o compromisso estratégico de longo prazo dos acionistas controladores é o elemento essencial para o sucesso. Somente com esse tipo de abordagem de longo prazo é possível balançar o status quo de uma organização e realizar uma mudança de comportamento.”*



—**João Pinheiro Batista Nogueira,**  
Suzano Petroquímica, ex-Copresidente

### Diretoria executiva como agente da mudança

Na **Buenaventura**, o conselho de administração e a diretoria executiva foram os líderes que sinalizaram que a empresa havia decidido mudar seriamente no sentido de adotar melhores práticas de governança corporativa. Desde o início, eles se comprometeram a fazer mudanças verdadeiras.

O que impulsionou esse grupo a pensar e agir em uníssono: a noção de que uma melhor governança corporativa poderia gerar valor.

Nos anos seguintes, essa noção foi firmada à medida que o valor de mercado da empresa aumentava continuamente. O crescimento levou a liderança da Buenaventura a se tornar ainda mais comprometida com a boa governança. O conselho e a diretoria executiva tomaram outras medidas depois de terem implementado a rodada de mudanças iniciais.

- Definiram a visão, missão e valores da empresa com o apoio de consultores externos.
- Estabeleceram objetivos estratégicos e um plano de ação para implementar a nova estrutura em todos os níveis hierárquicos.
- Permaneceram alinhados e totalmente comprometidos com o processo, comunicando a estratégia para alcançar as metas de governança corporativa em todos os cantos da organização.
- Criaram um plano de remuneração de longo prazo para a diretoria executiva que ajudou a alinhar seus interesses com a estratégia e os interesses dos acionistas, garantindo a implementação dessa estratégia.

*“Os membros do conselho da Natura criaram condições estritas para preparar a empresa para nossa oferta pública inicial (IPO). Foi criada uma série de metas a serem alcançadas antes da implementação do IPO. Isso por si só já representava um compromisso extraordinário, uma vez que a decisão de ir diretamente para o segmento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA exigia uma preparação prévia. Com base nessa decisão, todos os integrantes do conselho de administração tiveram que se alinhar aos princípios de governança corporativa que estavam sendo propostos à companhia na época.”*

— **David Uba**, Natura, ex-Diretor Financeiro



**Melhorias exigem envolvimento proativo.** Consultores externos podem facilitar o processo de reestruturação da governança corporativa, em parte devido à sua objetividade. Mas uma dependência completa em consultores externos, sem participação dos agentes internos na implementação de uma iniciativa de governança poderia fadar o esforço ao fracasso.

Eis o motivo: a implementação de novas ideias deve ser conduzida por líderes da empresa — acionistas, membros do conselho e diretoria executiva. Antes de colocar os planos de aperfeiçoamento da governança corporativa em ação, as ideias devem ser discutidas em detalhes para garantir que seja estabelecido um acordo interno em torno de abordagens e metas comuns.



A visão e o plano devem ser compartilhados com todos os níveis decisórios da empresa que, de uma forma ou outra, afetarão ou serão afetados pela mudança. É preciso estabelecer um compromisso explícito e firme de diretores executivos, membros do conselho e principais acionistas com as metas do projeto de governança corporativa. Demonstrar os rendimentos futuros do projeto para todas as partes interessadas é uma das formas de tornar seu compromisso uma realidade.

### **CPFL Energia incentiva o comprometimento**

Na **CPFL Energia**, inicialmente foram definidas estratégias de longo prazo em um processo de construção de consenso interno, e posteriormente estas estratégias foram implementadas nas demais empresas do grupo, de forma a assegurar o alinhamento da governança e respeito à cultura das empresas. A comunicação foi essencial. O grupo que liderou o processo, com a orientação de consultores externos, divulgou informações através de documentos impressos e digitalizados, com linguagem clara e simples, de modo que acionistas, empregados e investidores compreendessem seu sistema de governança. Mais de vinte subsidiárias — administradas pelos principais executivos da holding — tiveram seus processos alinhados através dos estatutos sociais e de processos de gestão padronizados. Todas as subsidiárias do grupo aderiram às mesmas regras de governança da holding. Ao compartilhar as mesmas práticas de governança corporativa, os processos corporativos são otimizados e o processo decisório é aprimorado, permitindo que as companhias se concentrem em suas atividades finais (*core business*).

Ao compartilhar benefícios futuros com os acionistas das sociedades controladas, a liderança da CPFL Energia também fortaleceu seu compromisso com o aprimoramento da governança corporativa em todas as empresas do grupo. Entre as medidas tomadas, foi oferecida aos acionistas minoritários da CPFL Paulista, da CPFL Piratininga, da CPFL Geração e da RGE a possibilidade conversão de suas ações, ordinárias e preferenciais, em ações ordinárias da *holding*, participando assim de uma sociedade com os benefícios da listagem no Novo Mercado da BM&FBOVESPA. As sociedades recentemente adquiridas pela CPFL Energia possuem vários acionistas minoritários e tiveram a mesma possibilidade de migrar para a *holding* por um preço justo.

**Padrões de referência desenvolvem um compromisso.** Outra forma de ajudar a garantir que todos os níveis de uma empresa compartilhem a compreensão e o compromisso com as melhorias na governança corporativa, é iniciar uma discussão sobre a criação de padrões de referência para as práticas da empresa em comparação com os padrões atuais do mercado — códigos de melhores práticas e diretrizes de governança produzidas pelas associações, reguladores e organizações institucionais etc. Para obter informações sobre padrões de referência, consulte o Capítulo 3, Seção 2.

*“Embora o termo ‘governança corporativa’ fosse bem recente quando ouvimos falar nele pela primeira vez no Peru, nossa empresa já estava bem familiarizada com o seu conceito, pois ela foi sempre administrada de acordo com valores como equidade, tratamento igual e transparência. Contudo, percebemos que certos detalhes no modo como administrávamos a companhia poderiam ser melhorados, especificamente em como o conselho poderia adicionar valor trazendo novas experiências e pontos de vista com membros do conselho mais independentes e comitês de conselho. Também encontramos alguns artigos em nossos estatutos que faziam sentido para uma empresa de propriedade de quatro acionistas há mais de 70 anos, mas que eram irrelevantes em empresa com quase 1000 acionistas, alguns locais e outros estrangeiros. Dedicamos muito tempo estudando os Princípios da OCDE e depois o Código de Governança Corporativa peruano<sup>20</sup> e levamos algumas ideias ao nosso conselho, onde sempre encontramos uma grande abertura.”*

— **Mariela García de Fabbri**, Ferreyros, Gerente Geral



### **Formando uma compreensão comum a respeito das necessidades da governança corporativa**

Os líderes da **Ferreyros** compreenderam logo que, para atrair investidores e se diferenciar de outras empresas que participavam dos mercados de capitais, era importante adotar mudanças constantes que garantissem transparência e tratamento igualitário de acionistas e eficiência em suas operações.

Esse compromisso constante com a melhoria contínua era possível porque os membros do conselho e a diretoria executiva sempre foram claros a respeito do papel que as práticas de governança corporativa tinham na Ferreyros.

<sup>20</sup> OCDE — Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Principles of Corporate Governance*. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf>>. CENTRO DE ESTUDIOS DE MERCADO DE CAPITALES Y FINANCIERO. Peru: *Código de buen gobierno corporativo para empresas emisoras de valores*. 2001.

Isso se tornou ainda mais claro, quando o Peru adotou um novo Código de Governança Corporativa — comandado pela liderança da Ferreyros — e a empresa deu início a uma nova rodada de melhorias, implementando mudanças nos estatutos que apelariam para uma base mais ampla de investidores e para atrair conselheiros independentes a participar do conselho.

Totalmente envolvidos com a reforma da governança, os líderes da Ferreyros puderam demonstrar por meio de resultados positivos que as empresas com bons padrões de governança corporativa — implementados depois de ter estabelecido o primeiro compromisso interno sólido em todos os níveis da companhia — têm vantagem competitiva sobre outras empresas que não entendem sua importância.

#### 1.4 Compreendendo as fontes de resistência; tomando medidas para superar

Quando examinamos as fontes de resistência, um bom lugar para começar é no nível mais alto — os acionistas controladores. Também poderá haver resistência da diretoria executiva e também dos funcionários. No nível da propriedade, os fundadores/geração antiga são, em alguns casos, a fonte de resistência porque eles não querem mudar a maneira como a empresa é administrada. Alguns familiares podem resistir à reforma porque temem perder o poder ou seus empregos. Outros talvez queiram suspender o processo até estarem convencidos de seu ganho pessoal potencial.

Pode ocorrer uma resistência da parte da diretoria executiva porque alguns profissionais talvez sejam próximos da família controladora. É possível que também tenham medo de perder seus empregos. Outros talvez achem arriscado porque pessoas mais qualificadas podem ser contratadas ou porque podem exigir mais prestação de contas. Um terceiro grupo pode resistir simplesmente pela falta de uma clara compreensão das mudanças.

E depois há os funcionários. Trabalhadores de todos os níveis podem ser um grande obstáculo para a implementação bem-sucedida das melhorias na governança corporativa. Em geral, essa resistência se deve a:

- › Falta de conscientização sobre as mudanças e o valor que as mudanças podem trazer
- › Desconforto com a forma como as coisas estão sendo feitas ou como as mudanças afetarão seus empregos
- › Medo de perder o emprego
- › Preocupação com uma possível sobrecarga de responsabilidades adicionais

A equipe que implementa as melhorias na governança corporativa precisará de uma estratégia para superar — ou pelo menos minimizar — a resistência e alinhar as metas.



#### Para consideração

Se a empresa possuir um histórico de relacionamentos de confronto entre funcionários e executivos, considere a organização de equipes de cooperação que incluam representantes dos dois grupos. Isso ajudará a detectar os motivos básicos de hesitação e a reduzir a resistência cultural às mudanças.

## Empresas do Círculo de Companhias enfrentam as as resistências

Problema	Solução
<b>CPFL Energia</b>	
<p>A implementação de aperfeiçoamentos nas práticas de governança corporativa, tais como o desenvolvimento de um plano de sucessão, a adoção de um canal de comunicação anônimo e confidencial para denúncias de fraudes contábeis e a automação dos controles internos para a elaboração de demonstrações financeiras foram, algumas vezes, enfrentados com uma dose de resistência, o que é natural nos processos de mudança.</p>	<p>Para lidar com as resistências, as mudanças foram introduzidas de forma consistente, após discussão todas as partes interessadas. Adicionalmente, o patrocínio e o apoio da alta direção foram importantes.</p>
<b>Buenaventura</b>	
<p>Houve alguma resistência à mudança e, principalmente, ao processo de formalização das políticas de governança na empresa. O compromisso e a participação ativa de toda a organização eram esperados, principalmente da diretoria executiva.</p>	<p>Para tratar dessa resistência, a formalização das políticas de governança corporativa foi realizada durante quase um ano, como parte de um processo de melhoria permanente. Com as novas políticas escritas, atualmente os funcionários podem falar a mesma língua em todos os níveis da organização, e a empresa aumentou sua eficiência e efetividade.</p>
<b>NET</b>	
<p>Como uma das primeiras empresas a participar desse processo, a NET enfrentou o desafio de realizar um estudo de caso interno para provar que as mudanças de governança corporativa vieram para ficar e que todas as grandes companhias seguiriam o exemplo a curto prazo. Nem todas as pessoas tinham o mesmo ponto de vista.</p>	<p>A NET iniciou um exercício dinâmico sobre padrões de referência para defender a tese de que a onda de governança corporativa havia chegado e se afirmaria, criando valores importantes para os acionistas se a empresa pudesse estar à frente do processo e não ser apenas uma seguidora. A equipe de relações com investidores da NET se reuniu com o quadro de funcionários para demonstrar os trabalhos do mercado de capitais e o modo como a transparência afeta a valorização das ações. Esse processo continua a funcionar bem à medida que companhia desenvolve esforços de melhoria na governança corporativa. Quando a NET começou a considerar a listagem de Nível 1 de governança na bolsa de valores do Brasil, os Departamentos Jurídico e de Relacionamento com Investidores trabalharam muito próximos à BM&amp;FBOVESPA para entender as implicações da adesão ao Nível 1 e antecipar uma listagem potencial de Nível 2. Os funcionários desses departamentos sabia que muitas empresas haviam resistido a um dos requisitos da listagem, a Câmara de Arbitragem do Mercado, e desejavam ter respostas preparadas para a resistência prevista. A coordenação prévia contribuiu para o alinhamento e poupou tempo.*</p>

\* A Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) consiste em um fórum projetado pela BM&FBOVESPA para resolver disputas corporativas fora do sistema judiciário oficial do Brasil. Oferece um ambiente ágil, independente e econômico para a solução de controvérsias, em conformidade com as diretrizes da Lei de Arbitragem. As empresas relacionadas nos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA (o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2) devem obedecer à CAM.

**Consultores externos podem suavizar a resistência e reunir as pessoas.** Questões delicadas em um grupo podem parecer irreconciliáveis porque os indivíduos em divergência parecem não compreender os motivos reais por trás dessas discordâncias. Eles podem discordar, não pela resistência à mudança, mas por causa de atitudes e objetivos subjacentes e não declarados. No caso de familiares dos controladores ou diretores executivos, os resistentes podem ver a companhia como seu principal foco na vida ou podem preferir dedicar mais tempo a outras atividades e delegar a direção da companhia a outros. Essas atitudes conduzirão a abordagem deles frente às iniciativas de governança corporativa.

Consultores externos podem reunir acionistas com visões opostas e facilitar o acordo sobre uma estratégia comum para criar um ambiente construtivo na condução de um consenso. Uma abordagem envolve reuniões individuais com os líderes da empresa e os principais acionistas. Essas reuniões levam a uma melhor compreensão dos seus objetivos pessoais. As reuniões também exploram maneiras de superar diferenças pessoais para alcançar uma visão compartilhada de como a empresa deve ser controlada e administrada.

## 2 Mudando atitudes

Em geral, mudar atitudes pode ser uma tarefa complexa e delicada. Isso se torna ainda mais difícil quando as mudanças dizem respeito ao modo como a empresa é administrada e controlada.

### Construindo uma base conceitual sólida para mudança

A **Argos** começou a acreditar na filosofia e atitude de boa governança corporativa muito antes das normas legais da Colômbia exigirem isso. Os líderes da empresa entenderam que o fundamento das melhorias da governança tinha que ser construído sobre uma base conceitual sólida. O primeiro passo: criar um código de ética e governança corporativa poderoso, que definisse com clareza os aspectos importantes sobre a companhia e indicasse as expectativas de cada funcionário.

Posteriormente, o código sofreu emendas para ficar compatível com os padrões de referência internacionais. Revisado sob a ênfase dos aspectos de divulgação e do livre fluxo de informações, o código foi discutido com todas as partes interessadas internas, desde os funcionários até o conselho de administração. O processo de discussão serviu como meio de alinhar a compreensão de futuras mudanças de governança na companhia e mobilizar as pessoas em relação a elas.

### Morte prematura impulsiona a mudança

Na **Suzano**, uma mudança de atitude foi acelerada pela morte inesperada do Max Feffer, presidente do conselho. Apesar de ele já haver iniciado a preparação de uma equipe excelente de diretores executivos profissionais e o treinamento de seus herdeiros para uma possível transição, sua ausência repentina impossibilitou o adiamento de decisões relativas ao novo caminho da empresa.

Numa única reunião, em uma tarde de abril de 2003, a família decidiu implementar um novo modelo de governança corporativa, fazendo mudanças importantes no papel dos acionistas controladores. David, filho de Max Feffer, convidou seus irmãos e seu principal consultor, Boris Tabacoff, para uma reunião com executivos externos que já estavam trabalhando num plano de transição. Os consultores apresentaram suas conclusões iniciais, o modelo de administração proposto e o plano básico de ação. Eles identificaram as consequências da implementação, muitas das quais seriam penosas para os familiares. A proposta foi integralmente aprovada, com a compreensão de que tal aprovação estabeleceria uma visão estratégica de longo prazo.

A família decidiu afastar-se da função executiva e focar na direção estratégica e na supervisão da administração. Desse momento em diante, os parentes adotaram um novo lema: “Não se deve viver da empresa, mas sim dos resultados da empresa.”

## **Sucessão da liderança**

Outro exemplo de mudança de atitude e forte compromisso pode ser verificado na **Ultrapar**, que tem um histórico de governança corporativa que data dos anos 80. Conforme apresentado no capítulo anterior, a decisão da Ultrapar de adotar práticas aprimoradas de governança estava intimamente relacionada com o processo de profissionalização da direção da empresa e com a questão de sucessão da liderança. Dessa forma, a garantia de continuidade e a institucionalização da empresa para assegurar seu sucesso de longo prazo foram as principais razões para adotar melhores práticas de governança corporativa, incluindo o sistema de remuneração pioneiro para comprometer e alinhar os executivos com o interesse de longo prazo dos sócios.

Esses exemplos demonstram que a mudança exige uma compreensão sólida das metas que as companhias desejam alcançar. As empresas devem criar oportunidades para a diretoria executiva, os membros do conselho e os acionistas interagirem com outros líderes dentro da organização, ouvindo e aprendendo com a experiência dos outros.

As integrantes do Círculo de Companhias também destacam a importância de consultar peritos em seus países e no exterior para obter informações, referências e conhecimento necessários. Na época em que essas empresas iniciaram sua jornada para melhores práticas de governança corporativa, ainda era difícil encontrar outros exemplos de implementação. Isso forçou os acionistas e membros do conselho a buscar fora de seus círculos as orientações de que precisavam, um esforço que incluiu reuniões de negócios, encontros informais, eventos de associações comerciais, programas de treinamento e seminários e conferências.

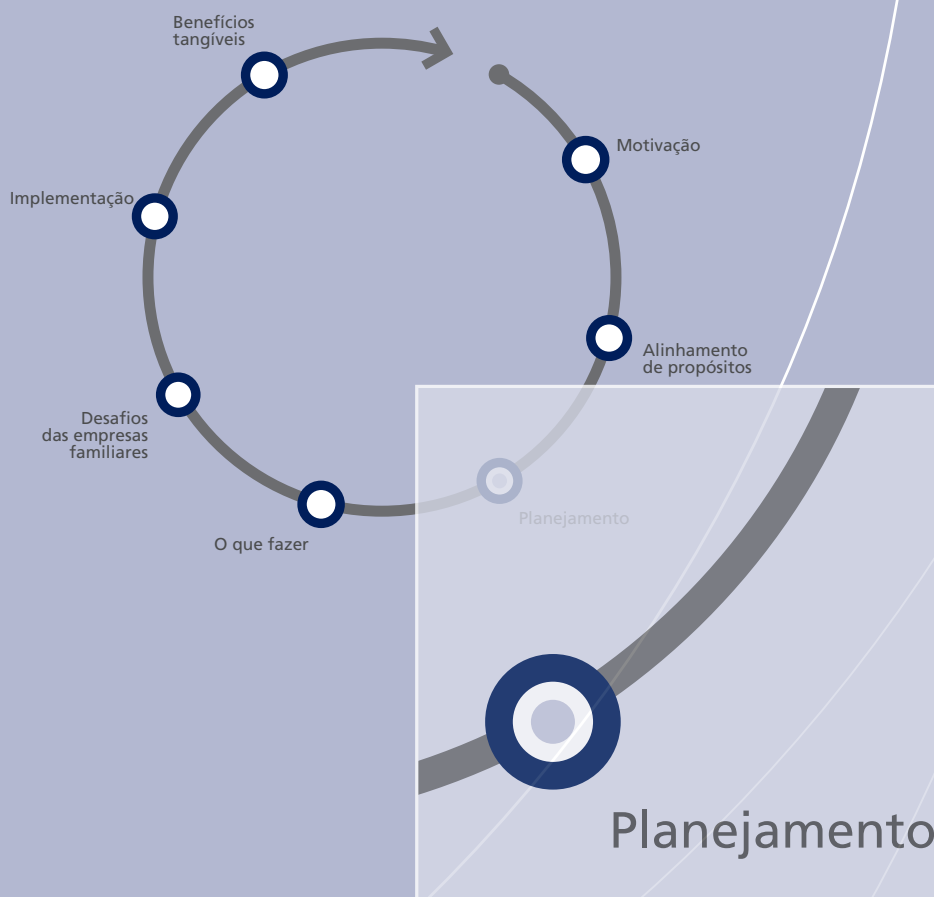
Agora que foram adotadas as principais iniciativas para alinhar os atores da governança corporativa e gerar um compromisso com a mudança, é hora de passar aos detalhes de como executar o planejamento.

## **Para reflexão e discussão**

- Como você procuraria obter um acordo para melhorias de governança corporativa em sua organização?
- Quem são os principais atores a serem incluídos no processo de iniciação e implementação das melhorias de governança corporativa?
- Faça uma lista dos principais pontos de resistência na sua empresa. Como você superaria essa resistência?
- Crie um modelo de agenda para uma reunião que agruparia os principais executivos e funcionários como uma maneira de encontrar um denominador comum e superar o histórico de confrontos.

# 3

## PLANEJANDO E DEFININDO PRIORIDADES







# Capítulo 3

## Planejando e definindo prioridades



### PRINCIPAIS MENSAGENS

**Priorizar medidas específicas.** As empresas motivadas a melhorar a governança corporativa devem procurar priorizar medidas específicas para garantir que seja dada atenção adequada às tarefas mais urgentes.

**Observe o que as outras empresas estão fazendo.** Examine as práticas de governança corporativa de outras empresas em situações semelhantes e os princípios relevantes, os padrões, diretrizes e a literatura para definir um padrão de referência para a estrutura e as práticas atuais de governança e identificar hiatos e deficiências.

**Desenvolver um plano de ação formal.** É fundamental inserir as medidas de melhoria de governança corporativa identificadas e priorizadas em um plano de ação formal. Isso garantirá que todos na organização entendam o que precisa ser feito, quando e por quê. Isso identificará os resultados esperados e os benefícios e também apontará os responsáveis pela implementação. Um plano formal também criará a prestação de contas de todos os envolvidos no processo de transformação da governança.

Como ocorre em todas as transformações complexas, a definição de prioridades e o equilíbrio dos resultados desejados com os esforços alocados são fundamentais para o sucesso.

Este capítulo trata dos fatores a serem considerados no esforço de priorizar as medidas de melhoria de governança corporativa. Ele aborda a importância do autoexame e dos padrões de referência para obter uma visão clara das políticas e práticas atuais de governança. O capítulo destaca as fontes de diretrizes e aconselhamentos de governança corporativa e traça as recomendações para o desenvolvimento de um plano de ação formalizado para melhorias de governança. As experiências das empresas do Círculo de Companhias são apresentadas em todo o capítulo.

Quando os líderes de empresas se familiarizarem com as práticas de boa governança corporativa e adquirirem consciência dos benefícios alcançados por aqueles que as adotaram, eles poderão ser confrontados com dois tipos de atitudes absolutamente opostas: tanto o pessimismo quanto o otimismo excessivos podem representar obstáculos ao progresso das iniciativas.

**Os pessimistas.** De um lado, as melhorias podem parecer inatingíveis já que as políticas e práticas existentes na empresa parecem muito distantes da meta desejada. Os líderes podem não ter uma compreensão clara por onde começar ou de como obter os resultados desejados com os recursos disponíveis. É possível também que não saibam que existem etapas intermediárias para obter práticas aprimoradas, caso não seja possível atingir as práticas recomendadas de governança corporativa de uma vez só.

Essa atitude pode forçar as empresas a questionar se devem empreender, ou não, o processo de transformação da governança corporativa. A lacuna pode parecer intransponível. Os líderes pessimistas precisarão de algum tempo e de um grau de persuasão de que é possível implementar melhores práticas. Eles precisarão entender que enquanto o processo de aprimoramento da governança pode parecer desanimador, o progresso obtido trará benefícios a todos.

**Os otimistas.** Por outro lado, alguns líderes podem estar excessivamente otimistas. Eles podem não ser realistas na avaliação das dificuldades a serem encontradas no caminho da implementação de práticas aprimoradas de governança corporativa. É possível que acreditem na replicação integral de experiências de empresas mais bem geridas, sem levar em conta se essa conduta é compatível, ou não, com suas metas e recursos. Líderes excessivamente otimistas podem crer que a simples tomada de decisão permitirá que o restante do processo flua. Essa atitude representa riscos significativos, resultando em projetos mal estruturados que prejudicam a implementação e desacreditam toda a iniciativa.

## 1 Definindo as prioridades

*“Definimos o fato de que a implementação das práticas de governança corporativa é um processo permanente. Mas, devemos ter em mente que é praticamente impossível implementar todas as melhores práticas ao mesmo tempo, principalmente quando a empresa está apenas iniciando o processo. Muitas etapas demandam uma análise considerável dos impactos futuros e de possíveis desenvolvimentos. Além disso, a cultura interna e a dinâmica de cada companhia e de seus acionistas controladores devem ser respeitadas. Caso contrário, o processo todo pode ser prejudicado.”*

— **Leonardo Pereira**, NET, ex-Diretor Financeiro



Toda iniciativa deve começar pela definição das metas mais importantes que a empresa deseja alcançar.

- › Qual é o estudo de caso para melhorar a governança corporativa da companhia?
- › Quais são as áreas de maior risco que podem ser tratadas pelas melhorias na governança corporativa?
- › Quais processos e práticas de decisão produzirão benefícios imediatos?
- › Quais desses terão maior impacto por menores custos e esforços?

- › Que transformações podem ser obtidas com maior facilidade nos estágios iniciais com um mínimo de resistência?
- › O que é realisticamente possível obter com base nos recursos financeiros e humanos existentes na companhia?

Para encontrar as respostas para essas e outras perguntas, as empresas devem definir suas prioridades ou ações desejadas a curto e médio prazos para criar estrutura, flexibilidade, objetivos e responsabilizações necessárias para alcançar os resultados almejados. O alcance desses objetivos iniciais ajudará a convencer os céticos e encorajar os indiferentes.

Muitos fatores influenciam a priorização das medidas de melhoria da governança corporativa. As empresas podem ter algumas políticas e práticas relativamente boas de governança em determinadas áreas, ao passo que em outras suas práticas podem ser frágeis ou inexistentes. Por exemplo, em algumas empresas, as deficiências de governança podem ser mais aparentes na área de práticas do conselho de administração, já em outras, os controles internos e a auditoria podem representar problemas significativos.

Algumas medidas de governança corporativa exigem condições prévias, já outras são automáticas e podem ser implementadas independentemente de outras medidas. Algumas medidas são fáceis de implementar de uma só vez, com pouco potencial de resistência, outras podem ser mais complexas, envolvendo um conjunto mais difícil de compensações e um potencial maior de resistência. Essas medidas podem demandar um longo período para implementação.

Com essa variedade de medidas e complexidades de implementação, como uma empresa deve identificar suas prioridades?

## 1.1 As motivações orientam a priorização

Conforme abordado no Capítulo 1, a motivação para as melhorias de governança corporativa orientará a agenda e o ritmo das ações.

- › Para as empresas que visam atrair investidores minoritários, um bom começo é adotar medidas voltadas para incentivar a confiança dos investidores potenciais de que seus interesses serão respeitados. Assim, as políticas de governança corporativa sobre os direitos de acionistas, a divulgação de informações, os direitos de usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores para ações preferenciais (sem direito a voto) e a representação do conselho podem ser algumas das medidas a serem tomadas.
- › Para as empresas que visam melhorar os processos de tomada de decisão e os resultados operacionais, as normas e procedimentos para a tomada de decisão nas assembleias de acionistas reuniões do conselho e no nível da diretoria executiva podem ser a prioridade.
- › Para empresas familiares interessadas em expandir ou otimizar a organização, as medidas de governança corporativa serão ainda mais específicas, como detalhado no Capítulo 5.

Geralmente, as empresas enfrentam mais de uma dessas situações ao mesmo tempo. Nesses casos, a decisão de por onde começar dependerá dos líderes, de acordo com as áreas que requerem as intervenções mais urgentes.

A priorização das melhorias de governança corporativa também será afetada pelo porte da empresa, os recursos financeiros e humanos disponíveis e as demandas específicas do mercado e dos investidores. Outros fatores incluem compromissos internos com as prioridades das diversas partes interessadas.

## Inicie por aqui: Lista de verificação para priorização das ações de governança corporativa



Analise suas práticas atuais de governança corporativa



Defina os recursos a empregar



Observe o que outras empresas em situação semelhante estão fazendo ou já fizeram



Compare suas práticas com as dos concorrentes para compreender o valor

### Consultor externo ajuda a definir as prioridades da CCR

A **CCR** precisava colocar foco e se concentrar nas questões internas, devido à natureza de sua composição societária, composta por um grupo de acionistas minoritários que eram historicamente concorrentes no ramo de construção civil.

Uma vez que a própria CCR foi criada com a ajuda de um consultor internacional, esse processo foi usado para definir também as prioridades de governança corporativa. Os sócios se reuniram e discutiram a importância de uma governança eficaz, adaptada especialmente para a CCR. Juntos, com a ajuda do consultor, eles identificaram uma lista de tarefas a executar.

### A autoavaliação de governança corporativa da Ferreyros ajuda a priorizar as mudanças

Na **Ferreyros**, os líderes perceberam que uma mudança contínua é melhor implementada quando o status atual de uma empresa foi avaliado internamente e seus padrões de referência foram avaliados interna e externamente. Conforme descrito no Capítulo 2, a Ferreyros associou-se a outras empresas interessadas nas práticas de governança corporativa. Foi solicitado a cada companhia do grupo o preenchimento de um questionário de autoavaliação, observando diversas áreas:

- Transparência na propriedade
- Transparência financeira
- Estrutura e procedimentos do conselho de administração
- Relações com os acionistas
- Em geral, a empresa foi bem na avaliação, mas em algumas áreas, não teve um desempenho tão bom. Os líderes usaram os resultados da avaliação como ponto de partida para implementar melhorias com base nas áreas em que o progresso não foi tão satisfatório.

### Suzano prioriza a listagem nos segmentos especiais de governança do Brasil

Parte da estratégia no mercado de capitais da **Suzano** Papel e Celulose e da Suzano Petroquímica incluía as metas de listagem da primeira no Nível 1 e da segunda no Nível 2 dos segmentos especiais de listagem de governança corporativa da BM&FBOVESPA. As prioridades de melhoria foram orientadas para atender aos requisitos de inclusão nesses grupos seletos. Foram tomadas as seguintes medidas para atender a essas metas:

- O acréscimo de três membros independentes nos conselhos de administração da Suzano Papel e Celulose e da Suzano Petroquímica, incluindo um eleito pelos acionistas minoritários

- A publicação dos demonstrativos financeiros da Suzano Petroquímica nos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (GAAP) dos EUA, atendendo aos requisitos de governança corporativa de Nível 2 da BM&FBOVESPA, dentro do prazo estabelecido
- A conclusão da implementação do código de conduta do Grupo Suzano em meados de 2006, após extensa discussão
- A definição de uma nova estrutura dos comitês do conselho de administração para a Suzano Papel e Celulose e a Suzano Petroquímica, inclusive a implementação de um comitê de Auditoria e a expansão do escopo do comitê de Estratégias para incorporar a sustentabilidade
- Formalização da nova estrutura de copresidente executivo na Suzano Petroquímica: o presidente do conselho de administração se afastou do cargo de presidente-executivo e um comitê de Gestão, sob o conselho de administração, foi criado em setembro de 2006. A Suzano Papel e Celulose já tinha uma estrutura semelhante em funcionamento.

## 2 O papel dos padrões de referência (benchmarks)

No processo de planejamento das melhorias de governança corporativa e da definição de prioridades, os padrões de referência<sup>21</sup> têm um papel importante na orientação da empresa, conforme exibido abaixo.

	Processo de definição de padrões de referência
<b>Propósito da definição de padrões de referência</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Identificar e verificar a posição da empresa em relação às políticas e práticas de governança corporativa</li> <li>› Definir o que a empresa pode ou deve fazer para melhorar</li> <li>› Definir o caminho e priorizar as ações para mudanças na governança corporativa</li> <li>› Verificar se a empresa está no caminho certo quando as melhorias estiverem a caminho</li> <li>› Avaliar e detectar pontos problemáticos que não estão de acordo com o padrão identificado</li> </ul>
<b>Fontes de padrões de referência</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Pesquisas, estudos acadêmicos e outras publicações de práticas de governança corporativa               <ul style="list-style-type: none"> <li>– Interação com outras empresas</li> <li>– Parceiros externos</li> <li>– Associações de governança corporativa</li> <li>– Bolsas de valores</li> <li>– Reguladores</li> <li>– Organizações multilaterais</li> <li>– Centros acadêmicos e de pesquisa</li> <li>– Associações profissionais e comerciais</li> <li>– Agências de qualificação de governança corporativa</li> </ul> </li> </ul>
<b>Tipos de padrões de referência</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Comparados com semelhantes na indústria, país, região ou no mundo</li> <li>› Comparados com reconhecidos princípios e padrões de governança corporativa nacionais e internacionais</li> </ul>

<sup>21</sup> Para obter uma lista das fontes de informações latino-americanas e outras fontes internacionais sobre governança corporativa que também podem fornecer orientações de apoio sobre padrões de referência para melhores práticas, ver o Apêndice 2.

Um modo eficiente de definir padrões de referência é buscar o desenvolvimento de governança corporativa em empresas semelhantes da mesma indústria. É importante encontrar empresas com práticas de governança adequadamente implementadas para entender as implicações e justificativas para seguir essas práticas, como também para obter uma consciência de como implementá-las na sua própria companhia.

Que tipos de resultados são esperados de um exercício sobre padrões de referência?

- › Estrutura para discussão entre os líderes da empresa, onde podem surgir diferenças
- › Consenso sobre a direção a ser seguida<sup>22</sup>
- › Lista de deficiências da governança corporativa a ser tratada pelos esforços de melhoria
- › Direção clara, viável e ritmo da mudança acordados por todas as partes
- › Plano de melhoria da governança corporativa com prioridades determinadas apropriadamente

Enquanto a definição de padrões de referência é uma abordagem recomendada, as empresas do Círculo de Companhias podem atestar que a obtenção de informações completas e relevantes na América Latina continua a ser um desafio.

### **A Argos busca padrões de referência para governança**

Na Colômbia, as normas de governança ainda não estavam bem desenvolvidas quando a **Argos** procurou comparar suas políticas e procedimentos de governança corporativa às de outras empresas semelhantes no país. A Argos desejava certificar-se de que suas práticas eram compatíveis ou melhores do que as de outras organizações.

A Argos também se voltou para o exterior a fim de revisar a estrutura e as práticas de governança corporativa em outros mercados. A companhia analisou as diretrizes da NYSE e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Os líderes também revisaram as discussões e publicações da Mesa Redonda sobre Governança Corporativa na América Latina, organizada anualmente pela OCDE e pela IFC/Grupo Banco Mundial desde 2000.<sup>23</sup>

A empresa incumbiu consultores externos de auxiliar no desenvolvimento da estrutura dos padrões de referência. Os líderes da Argos afirmam que o próprio processo foi importante, permitindo que a companhia considerasse as opiniões dos clientes, acionistas, agências reguladoras, analistas de mercados de capitais e da imprensa financeira. O resultado: a Argos criou um código excelente, que é empregado atualmente e usado como modelo para as avaliações das práticas da companhia.

**As próximas etapas incluem a avaliação das políticas existentes.** Com todas as referências em uso, o próximo passo é prosseguir com uma avaliação metódica das políticas, processos e práticas de governança corporativa existentes na empresa, comparando-as com os padrões de referência. Isso significa produzir uma avaliação técnica. Implica também a criação de uma discussão significativa e a análise entre os líderes sobre as práticas atuais e o que elas informam sobre a cultura da empresa e o seu modo de fazer negócios.

---

<sup>22</sup> Considerando o impacto de possíveis mudanças na organização, não espere um consenso imediato. Reservas não reveladas no início podem se tornar importantes obstáculos para desenvolvimentos futuros, portanto, é essencial entender as fontes de resistência sempre que elas surgirem e discutir abertamente sobre elas.

<sup>23</sup> Ver [www.oecd.org/daf/corporate-affairs/roundtables](http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs/roundtables)

Para ajudar na avaliação, esse *Guia* produziu um questionário de referência de 100 pontos para servir como ferramenta de autoavaliação que permitirá que as empresas comparem suas práticas de governança corporativa com aquelas valorizadas pelos agentes de mercado. O questionário de referência é explicado no Capítulo 4 e incluído no Apêndice 3.

Após a análise do padrão de referência e dos atuais êxitos e deficiências em governança corporativa, as empresas talvez considerem útil conhecer melhor as políticas e estruturas de governança relevantes que terão que colocar em prática e como é possível implementar as melhores práticas.

### 3 Fontes de aconselhamento e orientação

A boa notícia é que não há escassez de recursos para avaliações de governança corporativa, desenvolvimento de planos de ação e implementação de melhorias. Entretanto, muito do que se considera útil dependerá da cultura interna da empresa. Algumas companhias utilizam consultores externos. Outras contatam institutos de governança corporativa ou câmaras de comércio. Outras ainda poderão capacitar-se visitando *websites*, analisando a literatura relevante e criando redes para aprender com as experiências de outras empresas.

Uma dessas fontes para a autoavaliação das políticas e procedimentos de governança corporativa de empresas foi criada pela IFC, que desenvolveu uma série de matrizes de progresso para diferentes tipos de empresas. A matriz para as companhias listadas identifica as principais áreas de cobertura de governança corporativa:

- › Comprometimento da liderança da empresa com os princípios de boa governança corporativa
- › Funcionamento do conselho de administração e da diretoria executiva
- › Ambiente de controle, incluindo controle interno, gestão de riscos e sistemas de conformidade (*compliance*)
- › Divulgação das informações e transparência
- › Proteção dos direitos de acionistas

Em cada uma dessas áreas são identificadas práticas gerais reconhecidas como aceitáveis, boas, avançadas ou melhores (níveis de desenvolvimento da governança corporativa). Embora o principal objetivo da matriz seja oferecer uma estrutura para a liderança da empresa discutir as linhas gerais das melhorias de governança necessárias, também é muito útil para a definição do objetivo principal da empresa em cada área e os próximos passos lógicos para a escalada da na direção das melhores práticas.

Para obter a matriz das empresas listadas,<sup>24</sup> consulte o Apêndice 1 e para outras fontes de informação, consulte o Apêndice 2.

---

<sup>24</sup> Outras matrizes de progressão da IFC, bem como recursos úteis adicionais, podem ser encontradas em [www.ifc.org/corporategovernance](http://www.ifc.org/corporategovernance)

## Estudo de caso: Conformidade a curto prazo leva Atlas à contratação de consultores

As novas regras ditadas pelos reguladores do mercado de ações da Costa Rica incluíram um prazo final acelerado para a conformidade. Diante do cronograma apertado, o conselho de administração da *Atlas* decidiu contratar consultores externos para ajudá-los nos esforços que seriam necessários, especialmente no que se refere aos procedimentos de controles internos. Eles entraram em contato com o escritório local de uma consultoria internacional, que imediatamente enviou uma equipe. Depois de realizar várias reuniões com os diretores executivos da empresa, o projeto foi iniciado.

**Dividir e conquistar — separando as tarefas.** Com base no aconselhamento dos consultores, os líderes dividiram as responsabilidades entre diversos atores importantes:

- O gerente-geral e presidente executivo foi o patrocinador do projeto
- O diretor financeiro ficou com a liderança na implementação do projeto
- Um consultor externo cuidou da coordenação do projeto

A organização criou também um comitê de coordenação. O plano de trabalho que se desenvolveu a partir da avaliação inicial foi discutido e aprovado pelo comitê de auditoria do conselho de administração. O trabalho foi iniciado com o desenvolvimento de uma lista de procedimentos prioritários, tomando-se por base uma matriz de risco preparada pelo comitê de coordenação.

**Avaliação dos resultados.** Os líderes da empresa relatam que o progresso foi lento mas regular.

- O desenvolvimento de políticas e procedimentos de controles internos recebeu prioridade porque têm o maior impacto sobre a empresa.
- O *mix* de consultores externos e executivos funcionou bem: embora os executivos da empresa fossem as pessoas mais apropriadas para descrever seus papéis e definir as especificidades do que era necessário, eles não podiam interromper suas responsabilidades do dia-a-dia para se dedicar em tempo integral à implementação das mudanças necessárias na governança.

Eis como o Presidente Executivo da Atlas, Diego Artiñano, descreve a situação:

*“Quando o CONASSIF publicou a nova regulamentação, deparamo-nos com o fato de que para podermos garantir a aderência a ela, algo para o qual o presidente e eu tivemos que apresentar uma declaração juramentada, era preciso que os sistemas e controles apropriados estivessem implementados. Ao avaliarmos a tarefa que tínhamos diante de nós, o conhecimento exigido para desempenhá-la com eficácia e o esforço necessário, buscamos opções e acabamos decidindo pela empresa de consultoria externa. O desafio não era fazer o esforço para satisfazer*



*o órgão normativo e cumprir os regulamentos, era também adicionar algum valor aos processos da empresa. Essa abordagem fez a diferença. Os processos devem ser adequados para apresentar resultados sob novos requerimentos e não implicar o acréscimo de uma “segunda etapa de operações e controles” para torná-los compatíveis. Embora essa abordagem tenha demandado mais tempo, não podemos relatar um aumento relevante nos custos devido aos novos controles e requerimentos de conformidade (compliance). A Atlas é uma empresa líder na Costa Rica em várias áreas. Por sermos a primeira companhia de capital aberto da Costa Rica, notamos que também somos chamados para liderar ações correlatas.”*



—**Diego Artiñano**, Atlas, Presidente Ejecutivo

As empresas do Círculo de Companhias adotaram abordagens divergentes ao buscar melhorar suas políticas e procedimentos de governança corporativa. Eis alguns exemplos:

#### **Aconselhamento de uma única fonte**

A **Atlas** decidiu envolver consultores externos depois que o regulador do mercado de ações da Costa Rica lançou novas normas sobre governança corporativa, com prazos de aderência (compliance) mais curtos do que os anteriores.

#### **Consultoria de fontes múltiplas**

A empresa **Ferreyros** aceitou a contribuição de todas as partes interessadas que incluíram:

- Investidores
- Intermediários do mercado
- Institutos de governança corporativa
- Documentos publicados por institutos de governança corporativa
- Diretrizes da OCDE e os princípios peruanos publicados pelo Conasev
- Participação no comitê de governança corporativa da associação *Procapitales*
- Investidores institucionais: especificamente, a empresa implementou as sugestões desses investidores para incluir um número maior de conselheiros independentes.

*“No início da década de 1990, muitos investidores estrangeiros adquiriram participação em companhias peruanas investindo diretamente na Bolsa de Valores de Lima, incluindo nossa própria empresa. Começamos a receber telefonemas de responsáveis por bancos de investimentos que desejavam nos visitar com analistas que estavam no Peru. Depois, em 1997, oferecemos o capital social em âmbito internacional e nosso organizador e agente recomendou que incluíssemos elementos como uma política de dividendos, distribuição de comunicados à imprensa e a realização de uma teleconferência. Nessa época, investidores institucionais locais, tais como fundos de pensão, também começaram a investir em nossa empresa e a reunir-se conosco. Sempre recebemos — e continuamos a receber — comentários valiosos nessas reuniões sobre gestão de risco, estruturação de financiamentos e relação com mercados de capitais, entre outros. Tentamos implementar a maioria deles.”*

— **Mariela García de Fabbri**, Ferreyros, Gerente Geral



## **4 Menos é mais: desenhe um roteiro de fácil compreensão**

Depois que toda a análise estiver concluída e as prioridades definidas, é hora de a empresa elaborar um plano de ação para implementar melhorias na governança corporativa.

Algumas vezes, os dirigentes da empresa guardarão o plano com eles próprios. Mesmo assim, um plano de ação formal servirá para institucionalizar as mudanças e introduzir prestação de contas para as pessoas encarregadas da implementação e supervisão. O plano de ação formal define claramente as expectativas com relação a quando as medidas de governança serão implementadas e quando os resultados esperados das melhorias serão concretizados.

Com um plano de ação formal preparado, é possível criar um roteiro simples para identificar as ações. Os itens do plano podem incluir:

- Indicação de ações de governança específicas
- Instauração de mecanismos de comunicação de informações: intranet, *e-mail*
- Especificação de cada resultado esperado do processo de melhoria da governança corporativa
- Definição do tempo alocado para a implementação de cada elemento do plano

- Identificação de marcos que indicarão o progresso alcançado e indicadores claros e mensuráveis para cada um dos resultados desejados
- Designação da pessoa responsável por ação



Manter a simplicidade! Quanto mais simples for seu plano de ação, mais fácil será para todos entenderem suas funções e para os líderes da empresa monitorarem a implementação.

A Figura 3.1 apresenta como deve ser um plano de ação. Este quadro reúne as possíveis medidas de melhoria em governança corporativa na coluna Ação de GC. Essas medidas são consistentes com as recomendações dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, especificados na coluna Área de GC.

Um plano real incluiria também cronogramas para a execução, designação das partes responsáveis e comentários para destacar quaisquer desafios ou considerações especiais relacionadas com a ação específica.

**Figura 3.1 Exemplo de plano de ação**

	Área de GC	Ação de GC	Cronograma	Parte responsável	Comentários
1	Compromisso com a GC	› Contratar um consultor em GC para auxiliar na análise e implementação da reforma da GC			
2		› Desenvolver um código de GC para a empresa			
3		› Criar um comitê de governança corporativa e desenvolver Termos de Referência para o novo comitê			
4		› Desenvolver um código de ética: implementar procedimentos de denúncia anônima			
5					
6	Práticas do conselho de administração				
7	Ambiente de controle				
8	Divulgação e transparência das informações				
9	Direitos de acionistas				

É preciso observar que o exemplo é ilustrativo, não prescritivo. Existe uma ampla gama de possíveis ações a considerar e adaptar, de acordo com as circunstâncias e prioridades exclusivas da sua empresa. Será possível encontrar orientação adicional sobre as ações de governança corporativa recomendadas nos dois próximos capítulos deste *Guia*.

Quando o seu plano estiver formalizado, deve ser comunicado a todas as partes interessadas.



### Para consideração

A definição de incentivos ou de recompensas para cada nível da equipe envolvida no processo pode ajudar a motivar seus esforços no processo de implementação.

Este capítulo abordou a necessidade de boa preparação antes de iniciar a jornada para a implementação de melhorias na governança corporativa. Explorou a importância de compreender o atual estágio de desenvolvimento da empresa e destacou o valor de definir prioridades e saber em que direção a empresa está indo. O próximo capítulo examina as medidas de melhoria específicas que as companhias podem adotar.

## Para reflexão e discussão

- Como você organizaria, por ordem de prioridade, os esforços para melhorar as políticas e práticas de governança em sua empresa?
- Quais medidas de melhoria da governança corporativa tentaria implementar imediatamente?
- Quais são os recursos relevantes disponíveis ou que poderiam ser mobilizados para desenvolver um plano de ação específico para a sua situação?
- Você identificou padrões de referência de governança corporativa para avaliar onde sua empresa está em comparação com outras e quais ações exigem resposta imediata?
- Utilizando uma estrutura semelhante à figura acima, comece a pensar em ações específicas que orientarão essas melhorias.

# 4

## PRINCIPAIS PRÁTICAS DE BOA GOVERNANÇA CORPORATIVA





# Capítulo 4

## O que fazer: principais práticas de boa governança corporativa



### PRINCIPAIS MENSAGENS

**Medidas específicas são exclusivas da sua empresa.** Elas dependerão de muitos fatores: contexto legal e normativo, estrutura societária, tamanho da empresa, motivação para melhorias, estágio de desenvolvimento e cultura e tradições corporativas prevalentes.

**Baseie suas ações em padrões reconhecidos de melhores práticas, ajustados para o contexto da América Latina.** Apesar da singularidade das estruturas de governança de cada empresa, as boas práticas de governança corporativa baseiam-se em princípios e padrões reconhecidos nacional e internacionalmente. Modifique as práticas de acordo com o contexto regional e nacional.

**Foco em múltiplas frentes de governança.** As ações de melhoria da governança corporativa concentram-se no comprometimento da liderança da empresa com a boa governança, reforçando o papel e as responsabilidades do conselho de administração, melhorando o ambiente de controle, promovendo a divulgação e a transparência das informações, além de proteger os direitos de acionistas.

O capítulo anterior destacou os processos para o desenvolvimento de um plano de ação realista e com prioridades para implementar as melhorias na governança.

Agora, chega o momento de considerar práticas de governança corporativa específicas que possam fazer parte desse plano.

Este capítulo oferece mais detalhes acerca de medidas importantes e simples de melhoria da governança corporativa que as empresas latino-americanas podem adotar. Não se deve esquecer que o universo dessas melhorias é vasto. Embora sua empresa deva levar em conta uma ampla variedade de medidas específicas de governança corporativa, existem algumas melhores práticas reconhecidas que são recomendadas por companhias líderes, investidores e reguladores. As práticas de governança recomendadas com mais frequência estão destacadas aqui, sob os seguintes termos globais:

- › Formalização das políticas de governança: códigos e diretrizes
- › Funcionamento do conselho de administração e seu relacionamento com os diretores executivos
- › Fortalecimento dos direitos de acionistas
- › Aperfeiçoamento do ambiente de controles
- › Transparência e divulgação de informações
- › Garantia da sustentabilidade da empresa

O Capítulo 5 aborda as ações específicas de governança corporativa para organizações familiares.

## 1 Formalização das políticas de governança: códigos e diretrizes

Para formalizar suas políticas, as empresas geralmente criam um código de governança corporativa ou estabelecem diretrizes de governança. Outras empresas preferem utilizar um conjunto de documentos em lugar de um único código. O código, apresenta uma formatação que permite visualizar a estrutura e os procedimentos da governança da companhia. O código, as diretrizes ou um conjunto de documentos geralmente compreendem os princípios mais importantes do sistema de governança da empresa:

- › Relações entre acionistas, conselho e diretoria executiva
- › Divulgação de informações
- › Ambiente de controle

Posto isso, a forma pela qual uma empresa decide formalizar suas políticas e práticas de governança dependerá de sua cultura e circunstâncias individuais. Estas variáveis são verificadas nas diferentes abordagens adotadas pelas integrantes do Círculo de Companhias, estudadas aqui.

### A Argos segue recomendações de melhores práticas para criar seu código

Desde o início do processo de melhoria da governança corporativa, os líderes da **Argos** compreenderam a importância de formalizar um código de governança corporativa. O desenvolvimento do código foi um dos cinco pilares da estrutura inicial de governança da empresa, que também incluiu:

- Tratamento justo dos acionistas
- Fortalecimento conselho de administração e de seu desempenho
- Desenvolvimento de procedimentos para fornecer, oportunamente, informações completas e precisas
- Gestão de relacionamentos com as diversas partes interessadas

A equipe da Argos realizou uma ampla pesquisa sobre códigos de governança corporativa com o objetivo de identificar experiências úteis que fossem semelhantes à filosofia da Argos expressa no seu slogan: “Adicionar valor todos os dias.” A empresa trata com grande seriedade seus relacionamentos com todas as partes interessadas e buscou orientação relevante para essa abordagem.

Após avaliar e analisar todas as experiências importantes, a empresa adotou e publicou seu Código de Boa Governança em 2004, com base nas recomendações sobre boa governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) e *American Bar Association*.

O código da Argos apresenta os pormenores da governança corporativa da companhia, práticas de gestão e conduta de todos os empregados. Inclui disposições específicas acerca de:

- Conflitos de interesse
- Confidencialidade
- Uso de informações privilegiadas
- Aceitação de presentes, especificamente de fornecedor
- Princípios básicos de boa conduta



É importante ressaltar que os auditores internos e externos examinaram a conformidade (compliance) da Argos ao seu código para fornecer informações ao mercado a respeito da aderência da empresa.

### O código da Marcopolo assegura a condução apropriada dos negócios

As preocupações acerca da condução dos negócios e o esclarecimento das práticas éticas estavam entre os fatores de motivação para a implantação do código de governança corporativa na **Marcopolo**. Os líderes compreenderam que a adesão aos princípios de governança significava o comprometimento com a criação de um código para estabelecer:

- Normas de ética e moralidade
- Proteção dos direitos de acionistas minoritários
- Tratamento igualitário de todos os acionistas
- Transparência contábil e administrativa na preparação e apresentação das contas

O código da Marcopolo — parte da série de documentos da política de governança corporativa da empresa que também inclui um código de conduta — dá grande ênfase aos direitos de acionistas minoritários. Os líderes dizem que isso é fundamental, uma vez que a Lei das Sociedades Anônimas no Brasil protege cada vez mais os interesses dos acionistas minoritários. Além disso:

- O código estipula que os acionistas minoritários tenham direito à participação nos lucros. Estabelece mecanismos mediante os quais os acionistas minoritários podem supervisionar a gestão dos negócios da empresa, tais como a nomeação de um conselheiro para o conselho de administração ou de um membro para o conselho fiscal da companhia.
- O código exige que os acionistas majoritários aceitem que não se pode tomar decisões — tais como alterações no Estatuto Social da Empresa ou votação nas assembleias gerais — com o objetivo de obter vantagens pessoais ou de causar danos ou prejuízo aos acionistas minoritários.

Assim como a Marcopolo, algumas companhias preferem usar um conjunto de diretrizes para regular sua estrutura de governança corporativa, em vez de escrever um código ou de emitir um único documento sobre princípios. A **CPFL Energia** adotou essa abordagem, detalhando os procedimentos a serem seguidos pela empresa conforme apresentado no box da próxima página:

#### Diretrizes de Governança Corporativa da CPFL Energia

- Capital social composto exclusivamente de ações ordinárias, com garantia de tratamento igual igualitário a acionistas controladores e minoritários, na alienação do controle — *tag along* de 100%
- *Free float* de 27,6%
- Política de Negociação de Valores Mobiliários para pessoas relacionadas à empresa e com acesso a informações privilegiadas
- Política de dividendos prevê o pagamento de dividendo mínimo 50% do lucro líquido em bases semestrais
- Conselho de administração composto de sete membros, sendo um conselheiro independente, com competências e funcionamento definidos em regimento interno

- Três comitês de assessoramento permanente a o conselho de administração e comissões constituídas *ad hoc* para tratar de temas específicos
- Auto-avaliação anual do desempenho do conselho de administração e do conselho fiscal
- Mecanismos formais de interação entre o conselho de administração e a diretoria executiva, visando assegurar o fluxo permanente de informações
- Diretrizes de governança da *holding* e das sociedades controladas alinhadas através dos estatutos sociais
- Conselho fiscal com as funções de comitê de Auditoria, previstas na Lei Sarbanes-Oxley
- Relatório anual em linha com as diretrizes do GRI (*Global Reporting Initiative*)
- Plano de sucessão e e programa de desenvolvimento gerencial baseados em competências-chave estabelecidas no plano estratégico
- Publicação das demonstrações financeiras de acordo com padrões BRGAAP e reconciliação para padrão USGAAP
- Transações com partes relacionadas examinadas pelo comitê de Partes Relacionadas previamente à deliberação do conselho de administração
- Código de ética e de conduta empresarial adaptado aos requisitos da Lei Sarbanes-Oxley
- Canais de denúncias anônimo para recebimento de reclamações e/ou denúncias relativas a informações financeiras e de transgressão do Código de ética
- Manual para participação nas Assembleias Gerais de Acionistas, que disponibiliza informações relacionadas aos assuntos para deliberação além de oferecer um modelo de procuração que possibilita aos acionistas que não possam comparecer à Assembleia indicar um executivo da companhia para representá-lo sem qualquer ônus
- Adesão à cláusula compromissória de arbitragem do Novo Mercado da BM&FBOVESPA
- Certificação dos controles internos pelo diretor presidente, pelo diretor vice-presidente financeiro e pelos auditores independentes

Fonte: Páginada CPFL Energia na Internet ([www.cpfl.com.br/](http://www.cpfl.com.br/))

## A Ferreyros focaliza a condução dos negócios e a prestação de contas

No Peru, a **Ferreyros** decidiu focar a criação de regras para a condução dos negócios e a definição dos responsáveis por atingir as metas. Os líderes basearam seu código de conduta em: seriedade e transparência, igualdade, excelência nos serviços, liderança de mercado, produtos de qualidade e ótimo clima organizacional.

- O documento produzido:
  - Apresenta vários capítulos:
  - Código de conduta com a sociedade
  - Código de conduta na empresa, incluindo funcionários e outras partes interessadas
  - Código de conduta com terceiros
- Aborda a divulgação de informações
- Assegura a conformidade (compliance) nas obrigações resultantes do registro de títulos no cadastro público do mercado de valores: regras estabelecem os procedimentos internos que permitem que o representante da empresa no mercado de ações divulgue fatos relevantes ao mercado dentro dos prazos requeridos

- Estabelece a política de negociação de ações da companhia: indica as obrigações e procedimentos a serem seguidos pelos membros do conselho, diretores executivos, funcionários e consultores que lidam com informações privilegiadas. Proíbe a utilização indevida ou divulgação não autorizada de informações internas e pune quaisquer negociações nelas baseadas

A Ferreyros envia o documento a todos os consultores que prestem serviços à empresa e, portanto, tenham acesso a informações privilegiadas. Isso os faz lembrar que não podem transmiti-las para outros nem se beneficiar do seu uso para comprar ou vender ações da empresa.

## Princípios de Relacionamento da Natura

No Brasil, a **Natura** chegou à conclusão que as abordagens adotadas por outras empresas não se ajustavam bem à sua cultura corporativa.

No final de 2005, quando a organização concluiu seu processo de planejamento estratégico, os líderes colocaram em prática dois projetos que estavam sendo estudados havia muitos anos: escrever um código de ética e criar um canal de diálogo — uma ouvidoria — que asseguraria o alinhamento de todas as partes interessadas com o novo código.

Inicialmente, queriam um documento semelhante aos códigos de conduta encontrados em tantas outras organizações. À medida que as discussões do conselho avançavam, seus membros percebiam que queriam um texto que englobasse não apenas o conteúdo recomendado por outros códigos, mas também alguma coisa que refletisse o jeito da Natura.

O resultado: os *Princípios de Relacionamento Natura*, inspirados na missão principal da empresa e que apresentam as diretrizes para a elaboração da política. Reafirmam de maneira concreta as crenças da empresa, a razão de ser e sua missão. Orientam as ações do cotidiano da companhia, o processo para a formalização de compromissos e as expectativas com todos os públicos-alvo.

O primeiro passo foi explicar para os líderes da Natura de que modo as novas diretrizes complementam o conjunto de documentos existentes. Nesse processo, o grupo reafirmou que relacionamentos de qualidade não se baseiam em normas, mas em ética, transparência, valores humanos e aprimoramento de todas as partes interessadas.

O desafio seguinte foi assegurar que os diversos atores importantes — o conselho, a diretoria executiva, analistas do mercado de títulos, coordenadores e equipe de operações — estariam dispostos a auxiliar na preparação e liberação do texto e se certificar de que o estilo seria simples e de fácil compreensão.

A participação de diversas partes interessadas na validação do texto exigiu tempo e perícia para conciliar os potenciais conflitos de interesse e testar a capacidade da empresa de materializar os conceitos escritos que ela se comprometeu a seguir. Contudo, o esforço foi fundamental: ajudou a esclarecer o conteúdo, a garantir que este se identificava com os vários públicos-alvo e que alcançava os corações e mentes das pessoas — adotado por todos como as verdadeiras diretrizes para as ações da empresa.

Até agora, foram formalizados apenas os princípios relacionados com os funcionários da empresa e vendedores diretos. A companhia continuará a focar os compromissos e expectativas relacionados a consultores, vendedores, comunidades e clientes, entre outros.

## Estudo de caso: Natura cria ouvidoria

A liderança da Natura criou a ouvidoria para contar com um canal adicional de diálogo que ajude a melhorar a qualidade dos relacionamentos com todas as partes interessadas.

Com base na premissa de estrita imparcialidade, a ouvidoria assegura o anonimato a todos os que a procurarem. Os procedimentos da ouvidoria prescrevem tratamentos diferentes para requisitos técnicos e comportamentais e recomenda a participação do comitê de Ética do conselho de administração nas deliberações acerca de questões críticas. Esse comitê, chefiado pelo presidente executivo da Natura, é o principal patrocinador da ética na organização. O comitê assegura a aderência aos Princípios de Relacionamento e propõe melhorias no documento do conselho de administração.

A ouvidoria tem também a tarefa de analisar a implementação dos Princípios de Relacionamento, tomando por base a análise das demandas e solicitações recebidas dos diferentes canais da empresa. Essa análise permite que a ouvidoria desenvolva lições úteis aprendidas, forneça feedback para todas as partes envolvidas e faça recomendações quanto à forma pela qual a implementação dos princípios pode ser aprimorada.

### O código do Grupo Suzano aplica-se a todas as empresas

Em junho de 2006, o **Grupo Suzano** publicou seu código de conduta e fez com que fosse aplicado a todas as suas companhias. O código inclui diretrizes e regras de comportamento para todo o pessoal que trabalha para o Grupo Suzano. Formaliza as práticas e valores que fazem parte da rotina diária da empresa há mais de 80 anos e reafirma o compromisso da companhia com o mercado de capitais. Enfatiza os principais valores da empresa: valorização de seu pessoal, desenvolvimento sustentável e foco nos princípios éticos que orientam a condução dos negócios em toda a empresa.

Da mesma forma que outras organizações cujas histórias foram destacadas nesta seção, a Suzano considera seu código uma ferramenta importante para fazer com que o mercado acredite que está comprometida com princípios éticos.

Mesmo assim, seus líderes entenderam que precisavam encontrar o momento certo para lançar o código de maneira a respeitar a dinâmica interna e priorizar o alinhamento para que eles pudessem obter esse compromisso. Foi preciso algum tempo para alinhar esses princípios entre todas as empresas, apesar de algumas das diretrizes explicitadas no código já estarem refletidas nas práticas da companhia.

### Para consideração

1. Depois de desenvolver e chegar a um acordo sobre as políticas de governança corporativa, é igualmente importante comunicá-las da forma correta para toda a empresa.
2. Certifique-se de estabelecer uma área da empresa apropriada para a supervisão contínua. Isso assegurará a aderência aos princípios e às normas estipulados no seu código ou suas diretrizes de governança corporativa.
3. Essa mesma área da empresa poderá dirimir dúvidas levantadas pelos funcionários, acionistas e outras partes interessadas.

## 2 Funcionamento do conselho de administração e relações com

## os diretores executivos

### 2.1 O conselho de administração: o motor da governança

O conselho de administração está no centro da governança corporativa de uma organização constituída como uma companhia moderna. É a entidade que dará forma às outras estruturas e práticas de governança, avaliando os resultados e controlando a eficácia. É o fórum onde as questões mais importantes e estratégicas são debatidas e decididas.



#### Melhores práticas

Os Princípios de Governança Corporativa da OCDE estipulam: “A estrutura de governança corporativa deve assegurar a orientação estratégica da empresa, o monitoramento efetivo da direção executiva pelo conselho e a responsabilidade do conselho com a empresa e os acionistas.”<sup>25</sup>

O conselho de administração é o órgão que define as estratégias da empresa, designa aqueles que são responsáveis por implementá-las e identifica as pessoas que supervisionarão e controlarão o desempenho gerencial. A missão do conselho é proteger e adicionar valor ao capital da companhia e maximizar o rendimento dos investimentos para todos os acionistas.

Os escândalos corporativos do início da década e novamente após a crise financeira mais recente chamaram a atenção para os conselhos de administração. Por que os membros dos conselhos das empresas não viram nem agiram de modo a evitar os desastres que ocasionaram enormes prejuízos para os acionistas e todas as partes interessadas?

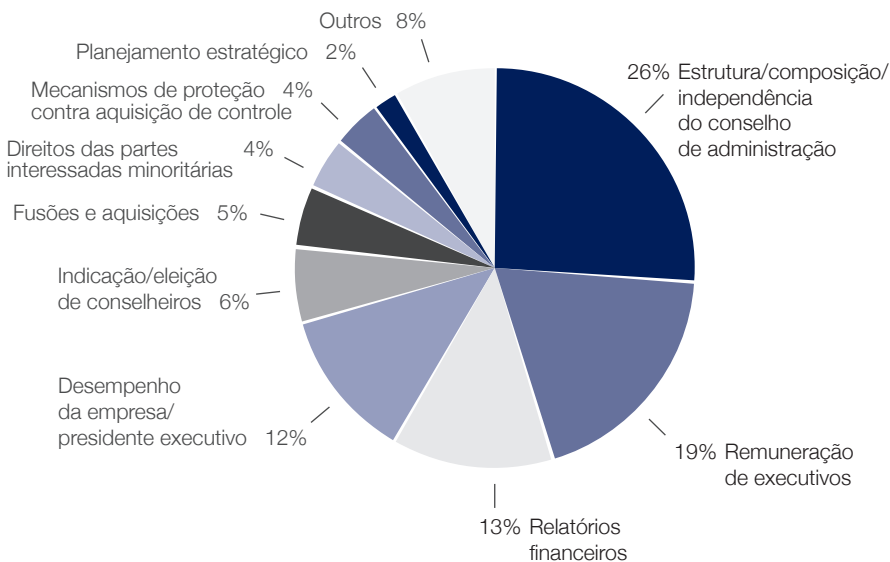
O medo sentido pelos mercados tornou ainda mais forte a exigência de melhorias nos conselhos, particularmente entre os investidores. Foi realizada uma pesquisa em 2006 pela *Institutional Shareholder Services*, a subsidiária norte-americana do RiskMetrics Group, Inc., especializada em serviços de consultoria para acionistas. A pesquisa incluiu 322 investidores institucionais de todo o mundo e identificou a melhoria dos conselhos de administração como a principal prioridade para esses investidores. A pesquisa fez várias perguntas com o objetivo de entender as questões específicas que serão, na opinião dos investidores, as mais importantes por vários anos ainda. Houve semelhanças muito fortes entre as respostas dos investidores, conforme demonstra a Figura 4.1

<sup>25</sup> OCDE — Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Principles of Corporate Governance*. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf>>.

**Figura 4.1 O estudo de 2006 da ISS (subsidiária do RiskMetrics Group) sobre o investidor institucional global**

**Questões mais importantes de governança corporativa no curto prazo**

(Amostra total = 322)



Fonte: RiskMetrics Group, Inc.

A pesquisa interpreta a perspectiva dos investidores institucionais e revela que eles acreditam que conselhos melhores sejam compostos por vários fatores:

- › O processo de indicação e eleição de membros do conselho para assegurar independência e o *mix* correto de aptidões e qualificações.
- › Independência no âmbito de todo o conselho e principais comitês
- › Prestação de contas do conselho
- › Receptividade do conselho aos acionistas

É amplamente reconhecido que uma das funções centrais do conselho de administração é a aprovação da missão e visão da empresa — a definição da filosofia corporativa da empresa e suas perspectivas de desenvolvimento estratégico. O conselho participa do processo de tomada de decisão e apoia os diretores executivos na definição da estratégia. Além de assegurar que existe um plano estratégico bem definido em vigor, o conselho deverá monitorar a implementação do plano e discutir com os diretores executivos as oportunidades para aprimorá-lo ao longo do processo. O conhecimento existente no conselho deve aumentar a qualidade das propostas estratégicas e auxiliar na seleção da melhor alternativa entre as possíveis opções propostas pelos diretores executivos. Evidentemente, um alto nível de envolvimento com a estratégia corporativa é uma importante contribuição de um conselho de administração. O papel de supervisão do conselho é muito bem apresentado nos Princípios de Governança Corporativa da OCDE sob o título “Observação da OCDE sobre o Princípio VI”, apresentado aqui:<sup>26</sup>

<sup>26</sup> OCDE — Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Principles of Corporate Governance*. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf>>. Para obter exemplos mais concretos de práticas e assessoria de reuniões do conselho administrativo, ver OCDE — Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Using the OECD principles of good governance: a board perspective*. 2008. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/20/60/40823806.pdf>>.



## Melhores práticas

Além da orientação da estratégia corporativa, o conselho é responsável principalmente pelo monitoramento do desempenho da direção executiva e por alcançar um rendimento adequado para os acionistas além de, ao mesmo tempo, evitar conflitos de interesse e equilibrar demandas conflitantes na empresa. Para cumprirem efetivamente suas responsabilidades, os conselhos devem ser capazes de exercer um julgamento objetivo e independente. Outra responsabilidade importante do conselho de administração é supervisionar os sistemas criados para garantir que a organização cumpra as leis pertinentes, inclusive aquelas relativas a impostos, concorrência, mão-de-obra, meio ambiente, igualdade de oportunidades, saúde e segurança. Em alguns países, as empresas consideraram útil enunciar claramente as responsabilidades que o conselho assume e aquelas pelas quais os diretores executivos respondem.

### Workshop de estratégia na CPFL Energia

Na **CPFL Energia**, os membros do conselho de administração se reúnem com os diretores executivos para discutir e aprofundar o entendimento conjunto sobre as estratégias de longo prazo da empresa. As sessões de estratégia foram organizadas e facilitadas por consultores externos, com o objetivo de permitir que o conselho e os diretores executivos se dedicassem inteiramente a tratar de questões relevantes. *Workshops* são realizados para discutir o ambiente externo de negócios e aprofundar o diálogo sobre as estratégias de longo prazo da companhia.

## 2.2 A composição do conselho de administração: tamanho, mix de aptidões e experiências

A composição do conselho deve contemplar a criação de um ambiente que seja apropriado para que essa importante entidade de tomada de decisão exerça adequadamente seu papel e adicione valor para a empresa e todos os acionistas. O número de membros do conselho, diversidade e experiência, aptidões e conhecimento, bem como a capacidade dos membros para desafiar de forma independente os diretores executivos e fornecer aconselhamento estratégico a respeito do rumo da empresa são todos elementos que moldam a eficácia do conselho.

- ▶ **Tamanho:** Em um estudo comparativo<sup>27</sup> que envolveu 30 documentos e códigos sobre governança corporativa em 22 países, somente dois deles<sup>28</sup> indicam o número ideal de membros do conselho entre cinco e dez. A decisão sobre o tamanho ideal para o conselho é única em cada empresa. Ela é orientada pela noção de que o conselho não deve ser excessivamente pequeno nem demasiadamente grande — ambos os casos desestimulariam a tomada de decisão eficiente e eficaz.
- ▶ **Experiência e aptidões:** Um aspecto fundamental de uma boa composição para o conselho de administração é escolher membros que tenham um conjunto específico de experiências e aptidões com um *mix* correto das duas. A soma de experiências e aptidões diversificadas contribuirá para o conhecimento, visão estratégica e julgamento apropriado para que o conselho cumpra suas responsabilidades principais.

<sup>27</sup> GREGORY, H. J. *International comparison of selected corporate governance guidelines and codes of best practice*. New York: Weil, Gotshal and Manges, 2007.

<sup>28</sup> IBGC — Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código de melhores práticas de governança corporativa*. 3 ed, 2003. Disponível em: <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)> e Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).



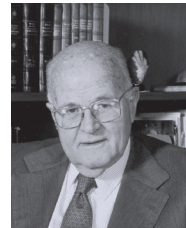
## Para consideração

Analise cuidadosamente a composição de seu conselho — para desempenhar suas funções, deve ter o *mix* adequado de aptidões, experiências e históricos. Leve em conta ainda as necessidades para formar os comitês do conselho.

Em média, os conselhos de administração das empresas do Círculo de Companhias são compostos de oito membros. Essas empresas enfatizam que a composição dos seus conselhos esforça-se para assegurar a diversidade e o equilíbrio entre aptidões, experiências e conhecimento provenientes de diferentes campos apropriados para os requisitos do negócio.

*“... É importante que os membros do conselho compreendam que sua função é votar de acordo com o interesse da empresa e não de um grupo específico que eles possam representar. Com essa finalidade, o conselho deve incluir pessoas com experiência em diferentes disciplinas, tais como contabilidade, finanças e políticas.”*

— **Alberto Benavides de la Quintana,**  
Buenaventura, Presidente do Conselho



### Diversidade no conselho de administração

O conselho de administração da **Buenaventura** é responsável pelas decisões sobre políticas e pela orientação geral da companhia, além de outros assuntos corporativos em conformidade com seus estatutos e com a legislação que rege as empresas peruanas. É composto por sete membros. Estes são indicados para um período de três anos durante a assembleia geral ordinária da empresa com base nas indicações do seu comitê de Nomeações.

Esse comitê define o perfil dos membros do conselho de acordo com a função que irão desempenhar, levando em conta a nacionalidade, experiência profissional e formação.

A empresa tem encontrado certa dificuldade para atrair candidatos estrangeiros para ocupar cargos de membros do conselho por causa da geografia e da incerteza política do Peru, além da necessidade de os conselheiros comparecerem fisicamente a todas as reuniões. Mesmo assim, o conselho sempre contou com membros estrangeiros — a empresa sempre acreditou que a interação de diferentes culturas é benéfica para sua capacidade de competir internacionalmente e ajuda a aumentar o valor para seus acionistas.



## 2.3 Independência dos conselheiros

Além de um número adequado de membros e de suas qualificações e aptidões pessoais, as melhores práticas de governança corporativa defendem que os conselheiros “devem ser capazes de exercer julgamento objetivo e independente acerca dos assuntos corporativos”.<sup>29</sup>

Tais membros podem dar uma contribuição substancial para as decisões importantes da empresa, especialmente na avaliação do desempenho dos diretores executivos, fixação da remuneração dos diretores executivos e membros do conselho, análise dos demonstrativos financeiros e tratamento de outras situações em que exista potencial para conflito de interesses. Essa independência proporciona aos investidores uma confiança adicional de que as deliberações do conselho serão livres de tendências óbvias.

Como garantir que o conselho seja capaz de exercer julgamento independente?

As diretrizes de melhores práticas de governança corporativa de muitos países defendem a inclusão dos chamados conselheiros independentes. Existem diversas definições de conselheiro independente, desenvolvidas por diferentes códigos de boas práticas, requisitos de bolsas de valores e recomendações de organizações internacionais. Cada uma dessas definições tem suas vantagens e desvantagens e é apropriada para um mercado específico. A IFC utiliza uma definição que pode ser aplicada de forma mais geral, baseada na perspectiva global da organização.<sup>30</sup>

Nos mercados dominados por empresas com propriedade dispersa, onde os diretores executivos têm muito poder, a independência é definida principalmente em relação aos membros do conselho de administração — diretores não executivos.

O contexto na América Latina é um pouco diferente. Em países onde a concentração de propriedade prevalece, o foco da definição de independência muda para relações com os acionistas controladores que frequentemente são também os gestores de alto escalão. A presença de representantes dos acionistas controladores em cargos importantes da organização é uma preocupação para os investidores externos porque essa concentração de poder a partir de dois pontos de vista:

- › Existe o risco de que a tomada de decisão fique concentrada nas mãos de alguns indivíduos que tenham em mente seus próprios interesses
- › Existe a possibilidade de que os direitos de investidores externos sejam prejudicados

Por causa disso, esses investidores valorizam a presença de membros do conselho que sejam independentes dos acionistas controladores e da diretoria executiva.

Dados dos Estados Unidos e Europa indicam que um número cada vez maior de empresas está incluindo conselheiros não-executivos ou independentes em seus conselhos.

Segundo uma pesquisa de práticas de governança corporativa publicada em março de 2006 pela *The Business Roundtable*, uma organização influente que reúne executivos dos Estados Unidos, 85% das principais empresas norte-americanas relatam que pelo menos 80% de seus conselhos de administração são formados por conselheiros independentes. Essas constata-

<sup>29</sup> OCDE — Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Principles of Corporate Governance*. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf>>.

<sup>30</sup> Ver o Apêndice 4 para obter a definição indicativa de conselheiro independente, IFC (Corporação Financeira Internacional), 2009.

ções são confirmadas por pesquisa realizada pela empresa de *headhunting* Spencer Stuart.<sup>31</sup> Esse estudo de empresas listadas no índice S&P 500 em 2006 revelou que 81% dos membros do conselho são independentes.

Na Europa, onde também são enfatizados os membros do conselho que não desempenham função executiva na empresa — os chamados membros do conselho não executivos — as pesquisas indicam que muitos presidentes de conselho aprovam o aumento da proporção de membros não executivos. Setenta por cento desses presidentes consideram a medida importante ou muito importante.<sup>32</sup>

No contexto da América Latina, não é usual os conselhos de administração apresentarem a maioria de membros com independência tanto em relação aos acionistas controladores quanto à diretoria executiva. Isso ocorre porque os acionistas controladores geralmente conseguem eleger a maioria dos conselheiros.

Em certos países como o Chile, a independência é definida não em termos de relacionamentos econômicos, familiares ou outros com os diretores executivos, mas sim como os membros do conselho que são eleitos pelos acionistas não controladores. Assim, somente a minoria dos membros dos conselhos de administração chilenos encaixam-se na definição legal de independência.

Na maioria dos países da América Latina — Argentina, Brasil, Colômbia e Peru — a independência é definida pelos relacionamentos com os acionistas controladores ou com a diretoria executiva e não por quem vota neles. Seus requisitos regulamentares ou de listagem procuram assegurar pelo menos um número mínimo de conselheiros independentes para que possam desempenhar um papel influente no conselho. Esses requisitos asseguram também funções importantes para os conselheiros independentes nos subcomitês do conselho: auditoria, remuneração, governança corporativa e outros que tratam dos possíveis conflitos de interesse, tais como transações com as partes relacionadas.

Por exemplo, os padrões especiais de registro de governança corporativa da BM&FBOVESPA exigem que pelo menos 20% dos membros do conselho sejam independentes. Outros países latino-americanos têm requisitos semelhantes ou menos restritivos em relação aos conselheiros independentes.

As integrantes do Círculo de Companhias e seus líderes entendem perfeitamente a importância da independência no conselho — em média, 40% dos seus conselheiros são independentes atualmente.

---

<sup>31</sup> SPENCER STUART. *The changing profile of directors: Spencer Stuart Board Index*. 2006.

<sup>32</sup> RUSSEL REYNOLDS ASSOCIATES. *Governance for good or ill*. Europe's Chairmen Report. 2006.

*“... É legítimo que as empresas familiares desejem permanecer como uma sociedade de controle privado. Entretanto, são os conselheiros independentes profissionais e renomados que asseguram um equilíbrio efetivo entre a família e a empresa propriamente dita, garantindo a continuidade futura.”*



— **Roque Benavides**, Buenaventura, Presidente Executivo

Apresentamos a seguir um panorama das práticas das empresas:

- › Embora a **Buenaventura** seja uma companhia de capital aberto, a família fundadora ainda mantém uma participação significativa no controle acionário da empresa. Mesmo assim, a empresa valoriza a presença de cinco conselheiros independentes em um conselho de sete membros.
- › O conselho de administração da **CPFL Energia** é composto por sete membros, todos eles não-executivos. Seis conselheiros e seus suplentes são indicados pelos acionistas controladores e um deles é membro independente, conforme definição do regulamento de listagem Novo Mercado da BM&FBOVESPA.<sup>33</sup> A companhia criou um sistema eficiente para o compartilhamento de todas as informações enviadas entre todos os membros do Conselho e efetuou diversos ajustes para mantê-lo adequado aos aperfeiçoamentos do sistema de governança.
- › Durante muitos anos, a **Ferreyros** teve dois conselheiros independentes. Nas eleições do conselho de administração de 2005, três conselheiros independentes, selecionados pelos gestores do fundo de pensão, entraram para a empresa. Hoje, o conselho tem quatro membros independentes. Conforme mencionado anteriormente neste capítulo, os conselheiros independentes participam de todos os comitês do conselho de administração.

Obviamente, os conselheiros independentes podem prestar uma contribuição substancial para as decisões importantes da empresa, especialmente na avaliação do desempenho da direção executiva, definição da remuneração dos executivos e membros do conselho, análise dos demonstrativos financeiros e solução de conflitos de interesse. Os conselheiros independentes proporcionam aos investidores uma confiança adicional de que as deliberações do conselho serão livres de tendências óbvias.

<sup>33</sup> As regras do Novo Mercado exigem que 20% do conselho seja composto por conselheiros independentes.



## Para consideração

Se existirem muitas definições de conselheiro independente em um determinado país, cada empresa deve investigar especificamente qual das definições aceitas é utilizada com mais frequência no mercado no qual a empresa opera e tem seus títulos registrados. Depois de selecionada, a definição deverá ser divulgada publicamente para permitir que os investidores avaliem as políticas da companhia sobre o assunto.

### 2.4 Comitês especializados: analisando a fundo as questões

À medida que o ambiente de negócios se tornar mais complexo, as exigências e as responsabilidades do conselho e de seus membros continuarão a crescer. Os conselhos de administração precisarão desenvolver um grau de especialização em questões dentro de seu campo de ação. Muitos conselhos optaram por criar grupos menores de membros com conhecimento e experiência específicos: os comitês do conselho.

Os comitês ajudam o conselho a se tornar mais eficaz, permitindo um foco, supervisão e monitoramento mais específicos das áreas selecionadas. Os conselhos de administração podem optar por comitês que enfatizem áreas de interesse para a empresa ou para o conselho. Mais especificamente, os comitês:

- ▶ Permitem que o conselho trate de um número maior de questões complexas de maneira mais eficiente, possibilitando que os especialistas enfoquem questões específicas e forneçam de volta ao conselho uma análise detalhada
- ▶ Permitem que o conselho desenvolva aptidão específica em determinados assuntos relacionados às operações da empresa, notadamente contas, riscos e controle interno.
- ▶ Aumentam a objetividade e a independência do julgamento do conselho, protegendo-a de possível influência indevida de diretores executivos e acionistas controladores

As empresas do Círculo de Companhias vêm adotando abordagens diferentes em relação à estrutura dos comitês e à designação de tarefas:

#### Argos:

Todos os membros independentes do conselho da **Argos** participam ativamente do comitê de Auditoria, que se reúne trimestralmente e mantém relações estreitas com os auditores da empresa. Esse comitê aprimorou-se ao longo do tempo e está se tornando mais ativo, com recomendações específicas e de fácil implementação. Dois outros comitês do conselho de administração — o comitê de Remuneração e Desenvolvimento e o comitê de Assuntos do Conselho de Administração — reúnem-se com frequência menor, uma vez que as questões discutidas estão relacionadas à criação de políticas e regras gerais de operação. “Nossa experiência com os comitês do conselho tem sido muito positiva”, dizem os líderes.

#### Buenaventura:

A Buenaventura criou seu comitê de Auditoria, composto de três membros do conselho independentes, um ano após a aderência às normas do *US Securities and Exchange Commission* (SEC, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano). Esse comitê é responsável por auxiliar o conselho de administração na indicação de auditores independentes e na análise da

abrangência das auditorias internas e externas. O comitê de Auditoria analisa ainda os sistemas de controles internos, demonstrativos financeiros trimestrais e anuais apresentados à *Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores*, à Bolsa de Valores de Lima e à SEC. O conselho tem o compromisso de garantir que esse comitê seja liderado por um perito em finanças e que todos os membros do comitê sejam conselheiros independentes. A empresa estabeleceu ainda comitês de Remuneração e de Governança Corporativa para assegurar o alto nível e a análise detalhada independente para ambas as atividades que levariam em conta as perspectivas de todos os membros do conselho. Embora os conselheiros sejam os mesmos nos dois comitês, cada um deles tem um conjunto específico de regras descrito no ato constitutivo e realiza reuniões separadas.

- O comitê de Remuneração é responsável pela avaliação do desempenho dos membros do conselho e pela aprovação da remuneração dos executivos seniores, incluindo o presidente executivo da empresa, bem como quaisquer planos de remuneração com opção de compra de ações
- O comitê de Nomeações e Governança Corporativa é responsável pela preparação de propostas para as assembleias gerais ordinárias relativas à composição do conselho, juntamente com os honorários dos membros do conselho a serem aprovados pelos acionistas. O comitê monitora ainda as questões e práticas relacionadas à governança corporativa e propõe todas as ações necessárias

#### **CPFL Energia:**

Segundo os líderes da empresa, a experiência da **CPFL Energia** com os comitês de assessoramento do conselho levou a uma significativa reestruturação. Até pouco tempo atrás, havia sete comitês, com um total de 37 pessoas envolvidas em suas atividades. Em 2006, os comitês foram extintos e as suas atividades redistribuídas entre três novos comitês permanentes, reduzindo-se para um total de apenas nove posições. Os comitês não tomam decisões e as suas recomendações não vinculam os membros do conselho de administração. O coordenador de cada comitê presta contas das atividades do grupo nas reuniões mensais do conselho.

#### **ISA:**

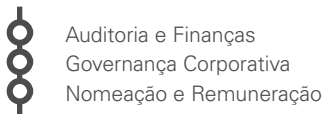
Os três comitês do conselho de administração são formados por um *mix* interessante de membros independentes e não independentes.

- O comitê de Auditoria tem cinco membros independentes do conselho de administração, reúne-se trimestralmente e tem estreita interação com os auditores da empresa e órgãos governamentais dada a combinação de capital público e privado da **ISA**
- O comitê de Novos Negócios e Investimentos composto de seis pessoas, inclui quatro membros independentes e dois representantes do acionista controlador, a República da Colômbia. Os integrantes desse ativo comitê reúnem-se sempre que surge uma oportunidade de negócios. Eles definem e supervisionam a estratégia de crescimento da empresa na Colômbia e nos outros países latino-americanos onde a empresa atua
- O comitê de Assuntos do Conselho de Administração, composto por quatro pessoas, tem dois membros independentes e dois do acionista controlador. Esse comitê supervisiona a remuneração, o desenvolvimento de recursos humanos, indicações, questões de governança corporativa, mão-de-obra e outras políticas gerais

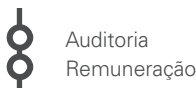
**Relação entre os comitês de Auditoria e outras entidades especiais.** As empresas latino-americanas devem também estar cientes de uma outra questão — a relação entre os comitês de Auditoria do conselho e outros grupos legalmente obrigatórios, que supervisionam as práticas financeiras e contábeis das empresas. Essas estruturas especiais, que existem em diver-

**Figura 4.2 Comitês dos conselhos de administração das integrantes do Círculo de Companhias**

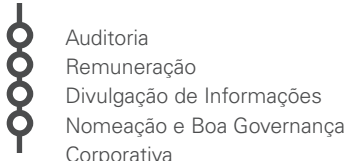
**Argos**



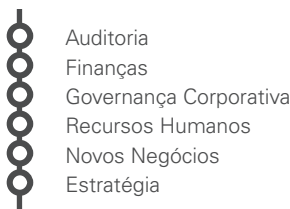
**Atlas**



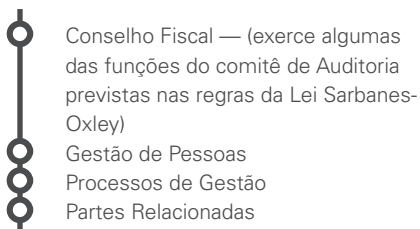
**Buenaventura**



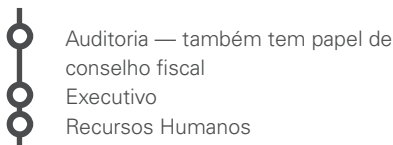
**CCR**



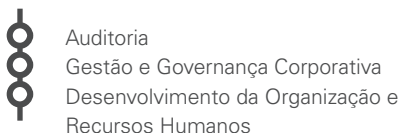
**CPFL Energia**



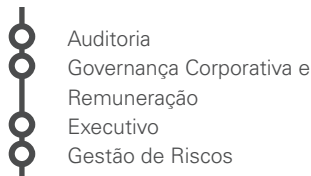
**Embraer**



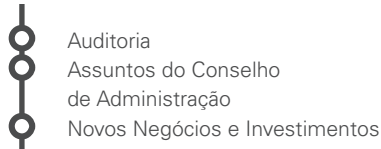
**Ferreyros**



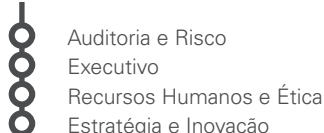
**Homex**



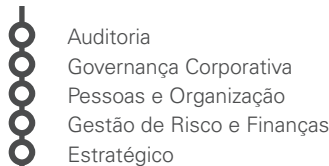
**ISA**



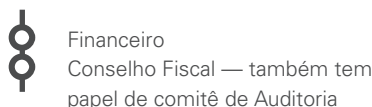
**Marcopolo**



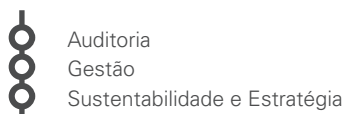
**Natura**



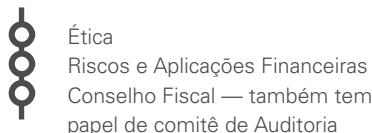
**NET**



**Suzano**



**Ultrapar**



soos países da América Latina, são uma instância removida do conselho de administração, mas exercem funções semelhantes às de um comitê de Auditoria, aprovando preliminarmente os demonstrativos financeiros anuais da companhia. Esses grupos recebem nomes diferentes, dependendo do país: No Brasil,<sup>34</sup> são chamados de conselhos fiscais. No México, são conhecidos como *Comisarios*.<sup>35</sup> E, na Colômbia, são chamados *Revisores Fiscales*.<sup>36</sup> A existência dessas estruturas pode representar um desafio quando coexistem com comitês de Auditoria. O estudo de caso da **NET** demonstra as formas pelas quais uma empresa pode resolver os problemas surgidos quando os dois grupos fazem parte da estrutura organizacional.

## Estudo de caso: Conselho fiscal vs. comitê de auditoria: além dos regulamentos

Sendo uma empresa brasileira, a **NET** enfrentou a delicada situação resultante da coexistência de conselhos fiscais e comitês de Auditoria.

A Lei das Sociedades Anônimas do Brasil exige a instalação de um conselho fiscal por solicitação dos acionistas com critérios definidos. A empresa teve que decidir entre manter seu comitê de Auditoria, que tem responsabilidades mais amplas do que um conselho fiscal e um vínculo mais direto com o conselho, ou expandir a abrangência do seu conselho fiscal, popularmente conhecido como “conselho fiscal turbinado”.

Os líderes reconhecem que foi uma decisão difícil.

Desde o início, a NET compreendeu que não deveria manter as duas estruturas. O motivo: a manutenção dos dois geraria custos desnecessários e significaria mais tempo em reuniões. Poderia também criar uma situação em que haveria sobreposição de responsabilidades, aumentando o risco de decisões conflitantes.

A equipe da NET procurou orientação em outras empresas que mantinham o conselho fiscal e o comitê. Essas empresas observaram que, na realidade, um deles acabaria se tornando consideravelmente mais forte do que o outro. A situação poderia desperdiçar recursos e dificultar a iniciativa de atrair os melhores candidatos para cargos no comitê ou no conselho.

<sup>34</sup> Os conselhos fiscais no Brasil são organismos não obrigatórios da empresa. Seu objetivo é supervisionar as ações dos órgãos administrativos da empresa e fornecer opiniões sobre certos assuntos aos acionistas. Os conselhos operam de forma independente em relação à administração e aos auditores externos — os membros são eleitos diretamente pelos acionistas em suas reuniões. A principal função do conselho é monitorar as atividades da administração, examinar os demonstrativos financeiros a cada ano fiscal e fornecer um relatório formal aos acionistas. Por outro lado, os comitês de Auditoria são formados por membros do conselho e têm responsabilidades mais amplas do que o conselho fiscal. Vários códigos e participantes do mercado expressaram uma preferência por um comitê de Auditoria como melhor prática porque tende a ser um órgão mais forte e permanente, com orçamento próprio e maiores poderes como, por exemplo, determinar quem será contratado como auditor independente. As principais tarefas do comitê de Auditoria são analisar em detalhe os demonstrativos financeiros, dar apoio à supervisão e prestação de contas financeira, garantir que a administração desenvolva e siga rígidos controles internos de forma adequada, que o departamento de auditoria interna da empresa cumpra satisfatoriamente o seu papel e que os auditores independentes avaliem e revisem as práticas da administração e do departamento de auditoria interna. De acordo com o Código de Melhores Práticas do IBGC, o conselho fiscal não substitui o comitê de Auditoria, uma vez que o último é um instrumento de monitoração com funções delegadas pelo conselho e o primeiro é um instrumento de controle com funções definidas diretamente pelos acionistas. De acordo com o código do Instituto, quando os dois órgãos estão em atividade, pode haver alguma sobreposição de funções e os dois órgãos de governança corporativa devem coordenar as suas atividades.

<sup>35</sup> No México, o *comisario* só pode ser destituído se a empresa adotar um status de SAPI (*Sociedad Anonima Promotora de Inversion*) e nomear um comitê de Auditoria. Contudo, a empresa pode optar por manter o *comisario*, mesmo que tenha o comitê de Auditoria.

<sup>36</sup> O *revisor fiscal* exerce a mesma função do auditor externo e não substitui a função do comitê de Auditoria.

## A NET turbina seu conselho fiscal

Em um determinado momento, houve uma tendência clara no Brasil no sentido de ter um comitê de auditoria e não ter um conselho fiscal permanente. Mas a SEC decidiu apoiar um grupo brasileiro que propunha que um conselho fiscal seria capaz de atender ao requisito da SEC para a criação de comitês de Auditoria no Brasil. Nesse meio tempo, muitas grandes empresas brasileiras registradas na bolsa de valores já haviam estabelecido comitês de Auditoria com um escopo mais amplo e alcance maior do que os conselhos fiscais exigidos por lei.

A empresa decidiu finalmente adotar um conselho fiscal turbinado.

Para minimizar as sobreposições, os acionistas decidiram que o conselho atuaria também como comitê de Auditoria. Seria totalmente independente, trabalharia em estreita coordenação com o conselho de administração e teria um conjunto maior de responsabilidades do que um conselho fiscal regular.

### Consultores ajudam na implementação

Uma consultoria independente com um histórico sólido e comprovado no mercado foi contratada pela empresa — não pelo conselho de administração. Os consultores conduziram todo o processo com independência e precisão técnica. Os consultores começaram por definir a missão, a função e os regimentos internos para o conselho fiscal. O processo terminou com a definição da remuneração e a contratação de membros do conselho fiscal.

Paralelamente, o conselho nomeou um dos seus membros para atuar como elemento de ligação permanente entre as duas entidades, de modo que as discussões fossem coordenadas, compreendidas e implementadas de maneira oportuna e eficiente. Consequentemente, o trabalho é executado em estreita colaboração, sem qualquer sobreposição. O conselho de administração sentiu-se mais confortável para utilizar os conjuntos de aptidões do conselho fiscal em vários tópicos e discussões.



### Para consideração

Essa experiência, apesar de única no mercado brasileiro, pode ajudar sua empresa, quando se levar em conta as diversas opções para seguir um caminho de boas práticas, especialmente se for pioneiro em algumas dessas práticas, como fez a NET.

## 2.5 Procedimentos do conselho de administração

O número de membros do conselho, a diversidade de experiências e conhecimentos, os processos e a dinâmica operacional são todos elementos que moldam um conselho eficiente.

A eficácia do conselho de administração geralmente depende da organização de suas operações — as reuniões. Os principais elementos para organizar e conduzir reuniões de conselho eficientes incluem:



- › Uma agenda claramente definida
- › Um conjunto completo de materiais para permitir que os membros do conselho tomem decisões fundamentadas
- › Notificação antecipada
- › Auxílio da secretaria da empresa
- › Regras claras para os procedimentos das reuniões do conselho

As empresas geralmente desejam que pessoas importantes aceitem cargos no conselho de administração, mas talvez não compreendam inteiramente todas as exigências pré-existentes acerca da disponibilidade de tempo exigida delas. Ocupar um assento em um conselho de administração envolve uma considerável compromisso. Os conselheiros devem ler o material antes das reuniões, precisam aprender sobre o negócio e têm que compreender os detalhes operacionais, as forças de mercado e as perspectivas de futuro.



### Para consideração

Leve em conta a disponibilidade de tempo ao selecionar seus membros do conselho. As funções dos conselheiros vão além do comparecimento às reuniões. Para que as horas gastas em reuniões sejam eficazes, eles precisam dedicar um número muito maior de horas preparando-se e se instruindo. Um assento em um conselho de administração envolve uma considerável dedicação de tempo.

O tempo que cada conselheiro dedica a essa atividade varia muito, dependendo do tamanho e da complexidade do negócio da empresa, do estágio de seu desenvolvimento e do nível da participação em diferentes comitês. Mesmo dentro do mesmo conselho de administração, a carga de trabalho dos membros pode variar, dependendo das suas indicações para os comitês.

**Notificação antecipada agiliza a tomada de decisão** A desobstrução da agenda de itens de rotina pelo envio de informações antecipadamente e pela administração do tempo das discussões libera mais tempo para debater questões importantes, vitais para os interesses de longo prazo da empresa.

Alguns conselhos dedicam um dia inteiro de reuniões aos tópicos de estratégia ou formulação de políticas e essa abordagem tem demonstrado ser eficaz. Com mais tempo juntos, e um único tópico crítico para focar, os conselheiros podem aprofundar-se em determinados temas que requerem mais debate e reflexão coletiva. Isso contribui também para um dos objetivos do conselho e da direção executiva: o desenvolvimento de um relacionamento construtivo.

Às vezes, os conselhos de administração correm o risco de incluir tantos itens na agenda de uma reunião que elas podem tornar-se um grande desperdício de tempo por serem longas e difíceis de conduzir. Existem medidas para evitar isso — ou corrigir a rota se os acontecimentos estiverem saindo de controle.

### A CPFL Energia otimiza as reuniões do conselho de administração

Eis como a **CPFL Energia** adotou melhorias nas reuniões de seu conselho de administração, de forma a manter o foco em informações relevantes, de forma a fornecer o contexto dos negócios e transmitir efetivamente as perspectivas dos diretores acerca das questões importantes.

- A empresa realizou um estudo das agendas das reuniões do conselho, ocorridas entre fevereiro de 2003 e março de 2006. Os tópicos foram classificados em 21 grupos de assuntos que exigiam tratamento diferenciado, e estes separados em três categorias, conforme o tipo de contribuição exigida do conselho: tópicos que requerem decisão; questões que exigem apenas monitoramento; e itens de informação, tais como relatórios mensais ou outras informações disponibilizadas no *portal de governança*.
- De um total de 665 tópicos abordados nas reuniões do conselho de administração e dos comitês,<sup>37</sup> o estudo demonstrou que 28% não demandavam apreciação periódica pelo conselho, 20% exigiam apenas o monitoramento de informações e 37% requeriam discussões adicionais e decisão.
- Os resultados do estudo foram utilizados, para traçar um novo modelo de governança corporativa: foi possível eliminar 43% dos tópicos que eram tratados rotineiramente nas reuniões do conselho. Atualmente, somente 378 dos temas identificados são parte da agenda do conselho. Os membros do conselho de administração recebem os documentos da reunião com nove dias de antecedência, pela internet, através do portal de governança. Isso os auxilia a se preparar para as deliberações, a esclarecer dúvidas e a endereçar questionamentos aos diretores executivos previamente à realização da reunião.

## 2.6 Conselhos melhores requerem avaliação de desempenho

É desejável que as boas práticas sejam seguidas na composição, estrutura e procedimentos para as reuniões do conselho de administração. Mas esses esforços por si só não são suficientes para garantir que se tenha um conselho melhor.

É preciso também que os membros do conselho desenvolvam-se continuamente, sendo fundamental para atender às crescentes exigências e à complexidade cada vez maior do mundo dos negócios. Desenvolvimento significa o aumento do fluxo de informações e conhecimento técnico. Envolve também o aprimoramento das aptidões de liderança e de relacionamento.



### Melhores práticas

Segundo os Princípios de Governança Corporativa da OCDE, “para aprimorar as práticas do conselho de administração e o desempenho dos seus membros, um número cada vez maior de jurisdições está agora incentivando as empresas a adotar treinamento dos membros do conselho e autoavaliação voluntária que atenda às necessidades de uma empresa específica.”

O resultado da Pesquisa sobre Governança Corporativa da *Business Roundtable* de 2006 confirma isso: a pesquisa constatou que 38% das empresas realizaram avaliações do conselho em 2005.<sup>38</sup> Além disso, 45% disseram que estavam planejando avaliações do conselho de administração em 2006, um percentual bem maior do que os 27% da pesquisa de 2004.

O desempenho do seu conselho de administração deve ser comparado regularmente com indicadores mensuráveis e qualitativos. O sistema de governança deve incluir um processo de avaliação do trabalho do conselho, seus comitês e dos seus membros individualmente. A ideia

<sup>37</sup> Mais detalhes sobre a revisão de todos os processos da diretoria da CPFL Energia podem ser encontrados no Capítulo 6 deste *Guia*.

<sup>38</sup> BUSINESS ROUNDTABLE. *Corporate governance survey*. 2006.

é aprimorar o desempenho na criação e alcance de metas que adicionem valor. As Matrizes de Progressão de Governança Corporativa, projetadas pela IFC, o braço de financiamento do setor privado do Grupo Banco Mundial, determinam que as empresas que visam melhores níveis de governança corporativa, devem conduzir avaliações anuais do conselho.<sup>39</sup>



## Os estudos demonstram . . . as avaliações geram conselhos melhores

Uma comparação internacional de códigos de boas práticas<sup>40</sup> feita por Weil, Gotshal and Manges revela: 29 dos 30 documentos analisados mencionam uma avaliação do conselho; desses, dois citam avaliações de forma indireta.

Sessenta e um por cento dos entrevistados em uma pesquisa da Russel Reynolds<sup>41</sup> acreditam que a avaliação do conselho seja útil. Participaram do estudo 145 presidentes de conselhos de 11 países europeus.

Na prática, muitas companhias realizam avaliações do conselho de administração de uma forma ou de outra. O mais comum é os membros do conselho fazerem uma autoavaliação do seu desempenho individual e expressarem suas opiniões sobre o funcionamento do conselho como um todo. Os resultados dessas avaliações:

- ▶ Contribuem para a melhoria das operações do conselho de administração
- ▶ Permitem uma melhor interação entre os membros do conselho
- ▶ Ajudam a identificar os pontos fortes e fracos das operações do conselho
- ▶ Destacam áreas nas quais os membros do conselho e o conselho em geral precisam de aprimoramento

Discutir noções teóricas sobre a importância dessas avaliações é diferente, no entanto, de implementar completamente essa medida no mundo real. As empresas do Círculo de Companhias compreendem a importância e os benefícios de um processo de avaliação estruturado.

*“Houve a avaliação formal da governança corporativa desde o início e foi muito importante para nossa evolução. Ela não é executada para identificar pontos negativos, mas sim para permitir oportunidades para melhoria. O conselho de administração é avaliado, não as pessoas. Os membros do conselho e seus suplentes recebem questionários que são respondidos anonimamente. Os membros do conselho avaliam a*

<sup>39</sup> Para obter a Matriz de Progressão de Governança Corporativa da IFC para as empresas listadas, ver o Apêndice 1. Matrizes para outros tipos de empresas estão disponíveis em [http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/CG\\_Tools](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/CG_Tools)

<sup>40</sup> GREGORY, H. J. *International comparison of selected corporate governance guidelines and codes of best practice*. New York: Weil, Gotshal and Manges, 2007.

<sup>41</sup> RUSSEL REYNOLDS ASSOCIATES. *Governance for good or ill*. Europe's Chairmen Report. 2006.

*si próprios e o presidente executivo. Este, além de se autoavaliar, também avalia o conselho. Uma empresa terceirizada analisa e consolida os resultados. Tudo é então discutido em uma reunião. A vantagem é que fica evidente o que se espera dos membros do conselho e do presidente executivo e o que precisa ser feito para solucionar deficiências. Tudo torna-se transparente com o resultado. É feita uma reunião de dia inteiro para analisar os resultados e tomar decisões. O processo contribuiu muito, não apenas para a evolução da governança, mas também para a evolução de toda a empresa.”*

—**Eduardo Andrade**, CCR, Membro do Conselho de Administração, Presidente do Comitê de Governança Corporativa e Acionista



### **Um questionário anônimo**

Para a **Ferreyros**, o processo de avaliação interna começa com um questionário que é respondido anonimamente por todos os membros do conselho de administração. Por meio de diversas perguntas, os conselheiros podem revisar o desempenho do conselho em torno de tópicos como comparecimento e quórum, relevância dos assuntos discutidos, atas e colaboração entre seus integrantes.

### **Avaliação do conselho fiscal**

A **NET** levou o conceito de avaliação do conselho fiscal ainda mais longe, tornando o processo totalmente implementado e administrado por terceiros. Isso proporcionou não apenas independência, como também credibilidade. Os resultados foram muito além dos benefícios percebidos, criando também impacto positivo no funcionamento do conselho de administração. É importante ressaltar que todos os envolvidos levam o processo de avaliação muito a sério e dedicam um tempo considerável à discussão dos resultados. Eles estão comprometidos com a implementação de quaisquer alterações recomendadas que possam resultar em melhorias.

## 2.7 A eficácia do conselho exige atenção a vários detalhes



### Para consideração

Lembre-se de que todos esses aspectos da eficácia do conselho de administração discutidos na subseção anterior estão inter-relacionados e se complementam. O tratamento de todos eles ao mesmo tempo é a melhor forma de criar um conselho que adicione valor à empresa. Não se esqueça também de que, se um ou mais atributos do conselho não forem discutidos — a composição ou a estrutura do comitê ou ainda os procedimentos para as reuniões — haverá um impacto significativo na capacidade do conselho de desempenhar suas funções de orientação estratégica e supervisão.

As empresas que fazem parte do Círculo de Companhias entendem a importância de uma abordagem holística para o conselho de administração. Como lidam com o processo?

### Todas as peças do quebra-cabeça criam valor adicionado

A **Argos** considera a estrutura e o funcionamento do conselho de administração um importante pilar do seu código. Os membros do conselho são independentes e sempre podem contar com o recebimento de informações no momento certo e, portanto, os tópicos estratégicos são discutidos oportunamente. Os conselheiros são bem remunerados e podem contratar consultores externos, visitar as instalações da empresa em qualquer parte do mundo e marcar entrevistas e reuniões com todo funcionário da empresa. Ademais, os membros do conselho recebem cursos e lições especiais para melhorar aptidões profissionais específicas. Eles têm seus próprios orçamentos e utilizam um sistema de autoavaliação de desempenho. Todos esses elementos juntos criam um conselho que age no melhor interesse da companhia e dos seus acionistas.

A prática mais recente leva a autoavaliação do membro do conselho a outro patamar: cada conselheiro deve analisar o desempenho dos outros membros individualmente. Essa abordagem permite que cada um deles receba *feedback* 360 graus sobre suas contribuições individuais para as operações do conselho de administração. Junto com a exigência de avaliações estruturadas e objetivas, o mercado também começou a recomendar a participação de peritos externos e independentes para ajudar o presidente do conselho e o comitê de Governança a desempenhar a tarefa de avaliação do conselho com o máximo de objetividade possível.

### Diversidade no conselho de administração da Ferreyros

A **Ferreyros** busca diversificação e independência para seu conselho de administração. De acordo com os estatutos da empresa, o conselho de administração deve contar com oito a doze membros para incentivar a diversidade de opiniões. Atualmente, o conselho de administração da Ferreyros é composto por oito conselheiros, quatro deles independentes, e cada um possui uma aptidão profissional diferente. Isso contribui para uma melhor tomada de decisão em benefício da empresa.

Características adicionais do conselho:

- Comitês do conselho de administração: desde 2005, o número de comitês do conselho aumentou de um para três — o comitê de Administração Geral e Governança Corporativa, o comitê de Auditoria e o comitê de Desenvolvimento Organizacional e Recursos Humanos. Cada um é composto por cinco membros, um ou dois dos quais são independentes.
- Reuniões: o conselho de administração promove reuniões mensais e fornece atas atualizadas. Nos últimos anos, a taxa de comparecimento a todas as sessões do conselho tem sido de 80%.
- Remuneração: a remuneração do conselho é baseada nos resultados da empresa. Os estatutos estipulam que o conselho tem direito a 6% de lucros livremente disponíveis. Não há nenhuma outra forma de remuneração para os membros do conselho de administração.

## 2.8 Relacionamento entre o conselho de administração e a diretoria executiva

*“... é fundamental haver harmonia entre a diretoria executiva e o conselho de administração. Tenho visto em outras empresas, onde o conselho torna-se um estorvo para a vida da diretoria executiva e onde a diretoria executiva tenta manipular o conselho. Em todas as reuniões do conselho de administração da CCR há uma apresentação sobre um segmento da empresa. O conselho não pode permanecer em um mundo falso e abstrato. Deve conhecer todos os detalhes sobre a empresa. Outro ponto crítico é a existência de um alinhamento dos interesses dos acionistas com os da diretoria executiva. Na CCR isso é alcançado por intermédio de um sistema de remuneração variável baseado nos recursos obtidos e um incentivo de longo prazo em ‘phantom stocks’ (bônus em dinheiro equivalente ao valor de um lote predefinido de ações sem que, no entanto, a propriedade dos papéis seja repassada ao executivo).”*

— **Eduardo Andrade**, CCR, Membro do Conselho de Administração, Presidente do Comitês de Governança Corporativa e Acionista



Independentemente da composição e da estrutura do conselho de administração, é importante estudar um modo de desenvolver um bom relacionamento entre os conselheiros e a diretoria executiva. Uma interação positiva pode ajudar a promover as condições apropriadas para a tomada de decisões importantes para a empresa.

O relacionamento entre o conselho de administração e o presidente executivo geralmente não é tratado nos muitos códigos nacionais e diretrizes internacionais sobre governança corporativa, embora seus respectivos papéis sejam amplamente estudados. Entretanto, a questão é crítica, devido aos desafios que esse relacionamento impõe na vida real.

É preciso haver um equilíbrio apropriado entre exercer a supervisão sobre o presidente executivo e dar a ele autonomia suficiente para conduzir os assuntos corporativos. Os perigos de uma supervisão deficiente são bem conhecidos: os diretores executivos podem trabalhar em benefício próprio e fraudar os acionistas. Existem, por outro lado, perigos associados ao excesso de supervisão, incluindo a microgestão e a politização da tomada de decisão da diretoria executiva. A supervisão deficiente e a supervisão excessiva podem provocar ineficiências econômicas e problemas legais.



### Para consideração

Os documentos internos da sua empresa devem definir claramente e dividir as responsabilidades entre o conselho de administração e a diretoria executiva. Enquanto a supervisão deve ser desempenhada pelos conselheiros, as tarefas executivas devem, claramente, ser confiadas aos gestores profissionais.

*“... é importante compreender que um conselho não deve ser composto apenas por indivíduos que representam os interesses de diferentes acionistas. O conselho é uma entidade coletiva de profissionais que atuam juntos para contribuir para a sustentabilidade da empresa. Seu principal objetivo é ter voz forte na decisão sobre quem deve ser o presidente executivo e seu possível substituto. Em nossa opinião e apesar da propriedade familiar, o presidente executivo não precisa necessariamente ser um familiar.”*



—**Roque Benavides**, Buenaventura, Presidente Executivo

Como estabelecer um limite claro entre os papéis e responsabilidades do conselho e do presidente executivo? Quando o conselho interfere demais nas operações diárias e, por outro lado, quando o presidente executivo domina o conselho? Essas são perguntas que as empresas geralmente enfrentam.

*“Na CPFL Energia, as funções que o conselho e a diretoria executiva desempenham foram claramente definidas. O presidente do conselho de administração não ocupa o cargo de diretor presidente. Os acionistas controladores tomaram a decisão de profissionalizar a diretoria executiva da empresa. O diretor presidente é selecionado com o apoio de uma consultoria especializada de nível internacional e eleito pelo conselho. O conselho incumbiu o diretor presidente de adotar o mesmo processo na contratação dos demais diretores executivos.*

*Acredito que três fatores importantes de governança corporativa tenham facilitado um diálogo construtivo e um relacionamento cooperativo entre o conselho de administração e a diretoria executiva.*

*Primeiramente, temos uma equipe de executivos formada pelos melhores profissionais em seus respectivos campos de atuação e conselheiros que são executivos experientes, que ocupam altos cargos nas empresas em que atuam e possuem íntimo conhecimento das atividades da companhia. Os diretores executivos desenvolvem estratégias, as compartilham com o conselho, e todo o grupo participa da definição do plano estratégico, aproveitando as vantagens de examinar pontos de vista distintos e complementares, o que conduz a um entendimento comum da estratégia da empresa.*

*O tempo necessário para o amadurecimento de uma decisão pode ser longo, dependendo de sua complexidade. De um lado, temos o profundo conhecimento da diretoria executiva acerca dos negócios que conduz e, de outro lado, temos o aconselhamento que vem de um grupo de conselheiros que possui uma ampla gama de experiências. O segundo fator de contribuição é a decisão de criar comitês (permanen-*



tes) e comissões (para temas específicos) que apoiam o conselho em assuntos relevantes ou complexos e que demandam tempo suficiente para amadurecer e aprimorar a qualidade das decisões. Os membros do conselho que participam dos comitês/comissões dedicam grande parte do seu tempo a examinar e discutir em profundidade questões específicas, tais como as estratégias de longo prazo, a qualidade das informações e os processos de gestão e as transações entre partes relacionadas. Essas interações tornam as reuniões do conselho mais eficazes, priorizando as informações relevantes e melhorando sua dinâmica.

O terceiro fator importante é que, dentro de uma agenda de criação de valor no longo prazo, adotamos um método sistematizado de verificação do valor. Mensalmente são realizadas reuniões para que os resultados da organização possam ser acompanhados periodicamente pelo conselho. O desempenho da companhia é avaliado por intermédio da VBM (gestão baseada em valor), com métrica de longo prazo, que tem sido uma importante ferramenta para decisões sobre investimento.<sup>42</sup> Uma interação permanente permite aos diretores executivos contar com o aconselhamento e o suporte do conselho sempre que questões importantes precisam ser discutidas. Assim, apesar de o grupo CPFL Energia ser formado por várias empresas, temos uma vantagem competitiva por sermos capazes de agir rapidamente na implementação das decisões.”



—Wilson Ferreira Jr., CPFL Energia, Diretor Presidente

<sup>42</sup> A abordagem VBM (Gestão Baseada em Valor) garante que as empresas sejam administradas de modo consistente com base no valor (normalmente: maximização do valor para o acionista). Os três elementos do VBM são: geração de valor — como a companhia pode aumentar ou gerar o máximo valor futuro, semelhante à estratégia; gestão para obter valor — governança corporativa, gestão de mudanças, cultura organizacional, comunicação e liderança; medição do valor — avaliação.

**Papel do presidente executivo (CEO).** O cargo de presidente executivo ganha importância e atenção à medida que as empresas se tornam maiores e seu status algumas vezes chega a rivalizar com o de líderes políticos:

- › Visão e liderança são aptidões essenciais para que a pessoa responsável pelos assuntos da empresa proponha a estratégia de negócios e a implemente, criando valor para as partes interessadas
- › O conselho de administração delega aos presidentes executivos a autoridade para alcançar os objetivos corporativos, oferecendo-lhes flexibilidade na condução de suas empresas dentro dos limites estabelecidos pelo conselho
- › O presidente executivo reporta-se regularmente ao conselho e presta contas a ele.
- › O conselho monitora o desempenho da empresa e do presidente executivo, certificando-se de que os objetivos corporativos estejam sendo seguidos e alcançados

Uma parte importante do papel do presidente executivo é manter o conselho totalmente informado a respeito das operações da empresa e avançar no sentido de alcançar oportunamente as metas estabelecidas pelos acionistas e pelo conselho. Essas informações ajudam a manter o conselho a par do que está acontecendo na empresa e permite que supervisione o desempenho da diretoria executiva.

### **Estabelecendo a ligação entre o conselho de administração e a diretoria executiva**

Na **Marcopolo**, o trabalho do principal executivo — o diretor geral — inclui a forma como a organização reage ao seu ambiente para alcançar os objetivos e metas acordados pelo conselho. O diretor geral deve dar atenção a todas as operações, com foco especial em como a unidade de negócios trabalha e suas relações com as áreas de apoio, tais como finanças e administração. Aqui, o presidente executivo contribui para o processo de gestão da empresa, mantendo um vínculo perfeito entre as decisões do conselho e os níveis mais operacionais de gestão.

A Marcopolo espera que seu diretor geral:

- Compreenda e repasse a visão do conselho para os executivos
- Coloque essa visão em prática
- Forneça *feedback* ao conselho acerca do ambiente de negócios e sobre o que é desejável e viável de acordo com a habilidade gerencial, as aptidões e o tempo disponível da diretoria executiva.
- Participe de todas as reuniões do conselho, exceto quando seu desempenho e/ou algum item relacionado esteja em discussão

## **2.9 O relacionamento entre o presidente do conselho de administração e o presidente executivo**

O relacionamento entre o presidente do conselho de administração e o presidente executivo (CEO) é um aspecto crucial da governança corporativa de qualquer companhia.

Muitos códigos e princípios de governança corporativa recomendam que as funções de presidente do conselho e de presidente executivo sejam exercidas por pessoas diferentes. A linha de raciocínio é que existe um conflito de interesses, quando uma pessoa desempenha as duas funções — a de conselheiro, que é responsável pela empresa e por todos os acionistas, e a de principal gestor, que deve ser supervisionado pelos conselheiros.

Fora as questões de supervisão, existe aqui um outro argumento — a distribuição de poder minimiza o risco. O motivo: as decisões que se originam de um poder equilibrado permitem contestar os planos propostos e ao considerarem diferentes perspectivas tornam-se mais robustas.

Nos Estados Unidos, a tendência de juntar as funções contraria muito as normas internacionais. A pesquisa realizada pela Spencer Stuart em 2006 demonstra um declínio gradual da prática: 74% das empresas combinavam as duas funções em 2001 e o percentual caiu para 67% em 2006.<sup>43</sup> Para contrabalançar, a maioria dos conselhos nos EUA criou o cargo de conselheiro-líder ou conselheiro-presidente, um membro independente mas com um papel forte no conselho. A pesquisa revela que 96% das empresas que responderam à pesquisa têm em seus conselhos um conselheiro-líder ou conselheiro-presidente.

*“ . . . em 2006, a Ultrapar deu outro passo importante na melhoria de sua governança corporativa, nomeando pessoas diferentes para os papéis de presidente executivo e presidente do conselho. Em outubro, foi anunciada a sucessão de Paulo G. A. Cunha. Atualmente, o sr. Cunha dedica-se inteiramente ao posto de presidente do conselho, um cargo que ocupava junto com sua função de presidente executivo desde 1998. Como consolidação desse processo, a partir de 1º de janeiro de 2007, o posto de presidente executivo da Ultrapar passou a ser ocupado por Pedro Wongtschowski, que assumiu a responsabilidade de continuar a administrar os negócios da Ultrapar com base no crescimento sustentável. Essa mudança representou também um importante passo para a renovação da diretoria executiva da empresa. Hoje, a diretoria executiva da Ultrapar é formada por uma nova geração de líderes.”*



—**André Covre**, Ultrapar, Diretor Financeiro

**Relacionamento com o acionista controlador em debate também.** Na América latina, onde prevalece a propriedade concentrada, é discutida a relação e o tipo de vínculo entre o presidente do conselho e o presidente executivo e, por outro lado, também entre o presidente do conselho e o acionista controlador.

Na maioria das empresas fundadas por famílias, no estágio inicial do desenvolvimento da empresa, o fundador é geralmente o presidente executivo e o presidente do conselho. Nesses casos, a função do presidente executivo é mais dominante devido à necessidade de desenvolver e expandir o negócio, ao passo que o papel do presidente do conselho e o papel do próprio conselho têm em geral menos força.

<sup>43</sup> SPENCER STUART. *The changing profile of directors*: Spencer Stuart Board Index. 2006.

Quando existe, o conselho de administração é principalmente uma estrutura de consultoria para o fundador. À medida que a companhia cresce e o fundador envelhece, a geração seguinte da família assume um papel mais importante na diretoria executiva.

Em alguns casos, um dos filhos do fundador torna-se o próximo presidente executivo, enquanto o fundador permanece como presidente do conselho de administração. Em outros, as empresas familiares decidem trazer uma pessoa de fora para atuar como presidente executivo. Mesmo assim, o fundador permanece como presidente do conselho. Em ambos os casos, diferentemente de muitas empresas anglo-americanas, é na verdade o presidente do conselho de administração quem tem o papel mais dominante.

Não se deve esquecer, porém, que esse contexto está mudando rapidamente em todo o mundo. A separação das funções de presidente executivo e presidente do conselho de administração é necessária até mesmo para empresas menores, onde a primeira geração ainda está comandando os negócios. O mercado vê essa medida como uma abordagem prudente por parte dos fundadores. Ela leva em conta a continuidade dos negócios independentemente do ambiente de controle familiar. Ainda assim, devido à predominância das empresas familiares na região, o relacionamento entre o presidente do conselho e o presidente executivo é moldado principalmente pelo presidente do conselho/acionista controlador.<sup>44</sup>

**Construindo um vínculo de confiança.** Embora o presidente executivo relacione-se com todo o conselho de administração, nos casos em que os cargos de presidente do conselho e presidente executivo são separados, é fundamental construir um relacionamento efetivo entre eles a fim de criar um ambiente de cooperação e confiança. Tem recebido bastante atenção o efeito de um conselho de administração zeloso de seu papel de supervisão, mas relutante para desempenhar sua função de consultoria estratégica.

O relacionamento construtivo deve prevalecer sobre o antagônico, o que não significa que o conselho de administração tenha que ser leniente na supervisão do desempenho do presidente executivo e da empresa. Essa tarefa nem sempre é fácil — especialmente onde o presidente do conselho costuma ser o presidente executivo.

O desenvolvimento de um denominador comum para o entendimento garantirá que papéis distintos sejam mantidos, mas integrados e alinhados. Um vínculo positivo ajudará a criar um estreito relacionamento de trabalho.

Todas as empresas do Círculo separam os cargos de presidente do conselho de administração e presidente executivo. Entre as integrantes do Círculo, somente a **Buenaventura** adotou uma abordagem ligeiramente diferente, inspirada no sistema dos Estados Unidos. Em 2003, a empresa criou o cargo de conselheiro líder para contrabalançar os familiares que tinham assento no conselho.

O conselheiro líder da Buenaventura fiscaliza e supervisiona o conselho de administração, exercendo a liderança para assegurar que opere com independência. O conselheiro certifica-se também de que todos os comitês do conselho funcionem adequadamente e que os resultados sejam divulgados para todo o conselho de forma oportuna. Esse conselheiro também preside uma reunião com os conselheiros não-executivos para discutir as preocupações ou as diferenças de opinião.

---

<sup>44</sup> O Capítulo 5 abrange as condições específicas da relação entre os acionistas controladores e a administração da empresa.

*“... Na Marcopolo, o presidente do conselho de administração é o antigo diretor geral, um dos fundadores da empresa e o maior acionista independente. Esse executivo experiente (há 60 anos na empresa), embora não participe mais das atividades diárias, é uma insuperável fonte de informações históricas e de conhecimento e também um consultor cultural interno no que tange à companhia e à indústria de carrocerias de ônibus. Os contatos com essa pessoa proporcionam oportunidades muito boas para a troca de ideias e a discussão de aspectos relacionados ao negócio, no presente e no futuro. Entretanto, essas conversas não excluem o diretor geral de suas responsabilidades no que diz respeito ao seu cargo.”*



— José Rubens de la Rosa, Marcopolo, Diretor Geral

## 2.10 Planejamento de sucessão para os executivos seniores

O planejamento de sucessão é o processo de assegurar que a empresa disponha de sistemas e de uma estratégia implantados para o desenvolvimento de futuros líderes. Esse processo geralmente focaliza a sucessão da diretoria executiva e particularmente o cargo do presidente executivo (CEO). É importante conduzir esse plano, quer a equipe da diretoria executiva existente esteja trabalhando bem ou não, uma vez que os problemas de sucessão da diretoria executiva podem surgir a qualquer momento, por várias razões, muitas das quais imprevisíveis.



### Para consideração

Planeje a continuidade e cultive novos líderes dentro da sua organização. Realize monitoramento contínuo das necessidades de seus líderes.

O planejamento de sucessão deve ser parte integrante da política geral de gestão de pessoal. Devido à importância particular e à natureza estratégica dessa questão, ela deve ser fiscalizada pelo conselho de administração. Se o conselho tiver uma estrutura de comitês, o comitê que cobrir as políticas de recrutamento e remuneração também deve participar da supervisão.

O planejamento de sucessão para cargos-chave é uma característica importante de um sistema de governança corporativa bem desenvolvido e proporciona as seguintes vantagens:

- › Oferece aos acionistas uma expectativa confiável da continuidade dos negócios no caso da perda de gestores-chave e, quando a empresa é controlada por uma família, ajuda a resolver potenciais conflitos sucessórios
- › Define o tom da gestão de pessoal para toda a companhia e pode servir de modelo para o plano de desenvolvimento de carreira
- › Fornece motivação para os gestores de nível médio por intermédio de atividades de desenvolvimento e reconhecimento

*“Durante mais de vinte e cinco anos minha função na empresa foi liderá-la em um processo de mudança e crescimento. A empresa pertenceu originalmente a um pequeno grupo de pessoas e nós a transformamos em uma companhia de capital aberto, administrada por uma equipe de gestores profissionais. Os princípios de governança corporativa foram adotados com facilidade e conseguimos receber o apoio permanente dos acionistas e de outras partes interessadas enquanto tornávamos a empresa dez vezes maior. Hoje, estou orgulhoso de ter participado com êxito de um programa de sucessão para transformar a administração geral da empresa em uma representante muito competente de uma nova geração que abraçou a responsabilidade de continuar conduzindo o negócio para patamares mais elevados. Sinto-me honrado de continuar servindo à empresa, seus acionistas e seus funcionários em um novo cargo, prometendo que os princípios de boa governança corporativa continuarão a conduzir nossa empresa.”*

—**Oscar Espinosa Bedoya**, Ferreyros,  
Presidente Executivo

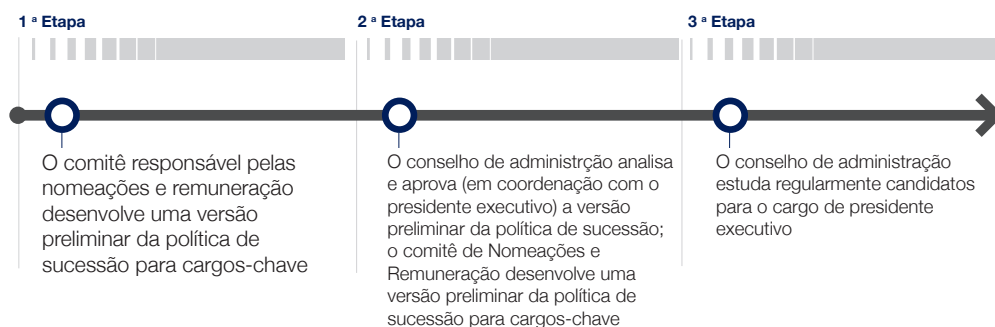


As empresas com sistemas de governança bem desenvolvidos geralmente têm planejamento de sucessão para os cargos-chave em atividade. Esses planos geralmente incluem:

- › Planos de sucessão de emergência para o presidente executivo, toda a diretoria executiva e outros cargos importantes na organização

- Sistema para avaliar as qualificações e aptidões necessárias a um determinado cargo
- Programa para o desenvolvimento profissional do pessoal
- Sistema para facilitar a busca de candidatos potenciais de fora da organização para exercer cargos-chave

Na maioria das organizações modernas, a seleção do presidente executivo é responsabilidade do conselho de administração e exige ativa participação deste no planejamento de sucessão para aquele cargo:



No planejamento de sucessão para outros integrantes da equipe da diretoria executiva, o conselho de administração e o presidente executivo devem trabalhar em estreita colaboração. É preciso lembrar que o presidente executivo desempenha uma função importante como arquiteto da equipe de direção.

Os acionistas devem receber informações gerais acerca do sistema de planejamento de sucessão em vigor. Para os principais cargos da alta gerência, os planos de sucessão de emergência devem ser bem compreendidos, mas não devem ser divulgados publicamente.

Em empresas familiares, existe uma dinâmica singular em torno da atração e retenção da diretoria executiva. Os gestores externos podem relutar em aceitar trabalhar numa empresa que não disponha de regras claras de desenvolvimento e promoção, onde os familiares sempre terão prioridade na hora de indicar os sucessores. As questões de planejamento de sucessão específicos de companhias familiares são tratados no próximo capítulo.

## 2.11 Sistemas de monitoramento para medir o desempenho, avaliação e remuneração da gestão

Fazer com que os talentos certos atuem e direcionar suas ações para os objetivos corporativos exigem monitoramento constante. Exige também uma recompensa apropriada e um sistema de remuneração que tenha vínculos eficazes com os objetivos dos acionistas.

Os capítulos anteriores destacaram a importância dos indicadores para medir o progresso na implementação das práticas de governança corporativa. Os indicadores são igualmente valiosos quando se trata de medir o desempenho da empresa e seu grau de alinhamento com o plano estratégico definido.

Existem várias opções para medir os resultados por meio de indicadores e mecanismos de acompanhamento. Alguns desses sistemas utilizam metodologias profundamente diferentes, especialmente na sua forma de avaliar o valor criado pelas empresas. Em alguns casos, essa

mensuração está vinculada ao sistema de remuneração adotado para os executivos e membros do conselho de administração.

As empresas integrantes do Círculo formam um grupo diversificado no tocante aos sistemas de indicadores que utilizam. Algumas optaram pelo sistema de Valor Econômico Adicionado (EVA — Economic Value Added). Outras aplicam a metodologia de Gestão Baseada em Valor (VBM— Value Based Management). Outros ainda usam um *mix* de abordagens. Eis alguns exemplos:

Em 2001, a **Ultrapar** começou a usar o sistema de Valor Econômico Adicionado (EVA).<sup>45</sup> O projeto foi concluído no segundo semestre do ano e implantado em 2002. Ele serviu de base para a remuneração variável dos executivos das unidades de negócios da empresa. A diretoria executiva apoiou a implementação do EVA<sup>®</sup> como uma forma de medir o desempenho. Seu processo de implementação e o controle de resultados fortaleceram a cultura de disciplina na alocação de capital e retorno para os acionistas. A cada três anos, as projeções do EVA<sup>®</sup> são revistas para cada negócio e as metas são utilizadas como diretrizes. O presidente do conselho de administração da Ultrapar, Paulo Cunha, observa: “O êxito da implementação do EVA na Ultrapar origina-se do fato de os interesses não serem alinhados apenas entre os grupos de acionistas, mas também entre os acionistas e os executivos.” O Presidente Executivo, Pedro Wongtschowski, acrescenta: “Nossos executivos são reconhecidos pelo mercado financeiro como pessoas prudentes. Naturalmente, eles realmente acreditam no que dizem.”

Na **CPFL Energia**, o modelo de gestão baseia-se na geração de valor ao negócio e aos acionistas no longo prazo, o VBM<sup>46</sup> (Value Based Management) ao qual o sistema de avaliação do desempenho dos executivos está integrado. A metodologia de avaliação do desempenho dos executivos considera um *mix* de metas de curto, médio e longo prazos. A estrutura de remuneração tem por objetivo alinhar os objetivos da diretoria executiva e dos colaboradores às metas quantitativas e qualitativas que suportam a criação de valor ao negócio.

A metodologia VBM compreende os macro objetivos estratégicos e o monitoramento é realizado a partir das árvores de valor e dos mapas estratégicos.

O VBM considera os seguintes fatores:

- Missão da empresa
- Estratégia corporativa
- Governança corporativa
- Cultura corporativa
- Comunicação corporativa
- Estrutura da empresa
- Processos e sistemas decisórios
- Processos e sistemas de gestão do desempenho
- Processos e sistemas de remuneração

Na **Marcopolo**, os executivos — de supervisor a diretor — são avaliados pelo sistema *Balanced Scorecard* (BSC), que tem duplo objetivo: alinhar e focar toda a organização na implementação e aperfeiçoamento da estratégia e das políticas determinadas pelo conselho e ser uma ferramenta de gerenciamento de avaliação e remuneração variável. O BSC traduz as

<sup>45</sup> Para uma definição do termo, ver o Glossário.

<sup>46</sup> A metodologia de avaliação dos executivos é a mesma aplicada ao planejamento estratégico, ou seja, considera a geração de valor no curto e no longo prazos. Os objetivos dos executivos no curto prazo estão ligados aos objetivos de planejamento estratégico e podem ser de dois tipos — por resultados corporativos e de unidades administrativas. Os objetivos de longo prazo baseiam-se na geração de valor para a empresa e os acionistas e usam as medidas TBR — Total Business Return, e TSR — Total Shareholders Return.



perspectivas de longo prazo do conselho em relação à visão, valores e missão da empresa. O aspecto de curto prazo determina os objetivos — quer de natureza geral ou quantitativa — metas, planos de ação, acionadores de valor e indicadores-chave do desempenho que serão utilizados na medição do desempenho. A Marcopolo recompensa seus executivos de acordo com seu grau de realização, usando metas definidas anualmente que eles concordam em cumprir. O diretor geral traduz isso em um “cartão de marcação balanceado” (*Balanced Scorecard*) e o envia ao conselho para aprovação.

A pontuação, baseada nos resultados da equipe, é quantificada pelo alcance de metas. A filosofia da Marcopolo está em linha com o conceito de VBM, o que contribui para a melhoria dos resultados finais. Os principais indicadores de desempenho podem mudar ao longo do tempo, de acordo com as mudanças das condições de mercado. As métricas típicas incluem:

- Nível do valor de caixa adicionado baseado na geração de caixa
- Lucro líquido
- Satisfação do cliente
- Crescimento
- Inovação
- Competitividade

### 3 Fortalecimento dos direitos de acionistas e manutenção do alinhamento

Em geral, os acionistas contam com os direitos que recebem em troca de seu investimento. Para a maioria, isso inclui o direito de participar dos lucros da empresa. Existem outros direitos importantes, tais como o direito de votar nas assembleias gerais anuais dos acionistas para eleger os membros do conselho, aprovar as decisões importantes da empresa, mudanças no capital, o relatório anual e os demonstrativos financeiros, além do direito de acesso a informações sobre a companhia e suas atividades. Esses direitos dão aos acionistas um certo conforto de que os gestores da empresa não irão fazer uso indevido dos seus investimentos.

A qualidade da proteção dos investidores depende de diversos fatores, incluindo o nível de exigência dos mercados de capitais, os tipos de propriedade, a política de dividendos e a eficiência da alocação de recursos.<sup>47</sup> Quando as leis protegem os acionistas e são bem aplicadas, eles se dispõem a investir seu capital e os mercados financeiros são mais amplos e mais valiosos. Por outro lado, quando as leis e as empresas não protegem adequadamente os acionistas, o desenvolvimento dos mercados financeiros é reduzido.

Quando os direitos de acionistas são protegidos por lei e pela empresa, os investidores externos dispõem-se a pagar mais por ativos financeiros, tais como ações. Eles pagam mais porque reconhecem que, com melhor proteção legal, uma parcela maior do lucro da empresa virá para eles em forma de dividendos e/ou ganhos de capital em vez de serem expropriados pelos gestores ou acionistas controladores.

#### 3.1 Organizando as assembleias de acionistas

A Assembleia Geral Ordinária, ou AGO, é o fórum mais importante da companhia para deliberações com a participação de todos os acionistas. A América Latina não tem uma tradição forte de ampla participação dos acionistas nessas assembleias. A histórica concentração da propriedade

<sup>47</sup> LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3–27, 2000.

em poucas pessoas ou grupos resultou em um ambiente de tomada de decisão no qual as principais atividades de uma empresa são geralmente discutidas a portas fechadas.

Mas a exigência por melhores práticas de governança corporativa está gradualmente mudando esse quadro. O principal desafio está em atrair o maior número possível de acionistas para as Assembleias Anuais. As regulamentações geralmente restringem o alcance deste objetivo. Agora, contudo, alguns países estão examinando essa questão.

Isso acontece no Brasil, onde o regulador está analisando como alterar a estrutura normativa para facilitar a participação dos acionistas e garantir que todos os direitos sejam preservados. O assunto é de particular importância, uma vez que o país está começando a ver empresas com a chamada propriedade “pulverizada” ou dispersa, como é explicado no box da página 106.

Nos casos de propriedade dispersa, as assembleias têm importância vital para que os acionistas possam tomar decisões sobre os principais aspectos relacionados com o futuro da empresa. Uma estrutura de propriedade menos concentrada, como o que está começando a acontecer no Brasil, torna ainda mais importante uma abordagem eficiente das assembleias gerais.



### Para consideração

Faça bom uso das AGOs — as assembleias gerais são o fórum de acionistas mais importante de sua empresa para a discussão e a tomada de decisão com a participação ativa de todos.

**Risco de dominação por parte dos acionistas controladores.** Exceto no caso de propriedade dispersa, a maioria das AGOs da América Latina tem o problema potencial de os acionistas controladores, geralmente a família, estarem em posição de tomar quaisquer decisões que desejarem e assim controlar a diretoria executiva.

O principal desafio neste caso é garantir que os direitos de acionistas não controladores, minoritários, não familiares sejam protegidos. Sem isso, será muito difícil, ou mesmo impossível, atrair investidores externos.

Como resultado, as empresas devem implantar certas regras e processos para garantir que todos os acionistas tenham acesso às AGOs e participem da tomada de decisão. Esses processos incluem:

- › Quórum para a reunião
- › Notificação antecipada da agenda para todos os acionistas sobre as decisões a serem votadas e materiais
- › Escolha do local da AGO que seja conveniente para a maioria dos acionistas
- › Possibilidade de representação por procuração
- › Comunicação a todos os acionistas acerca das decisões tomadas após a AGO
- › Possibilidade de utilizar meios eletrônicos para votação na AGO

As integrantes do Círculo de Companhias oferecem alguns exemplos de como estruturaram suas AGOs de modo a incentivar a participação dos acionistas.

## A Ferreyros atrai a participação de acionistas minoritários

A **Ferreyros** prioriza a participação e a votação nas AGOs como um importante direito dos acionistas. Mas os investidores, geralmente acionistas minoritários, nem sempre estão interessados em participar de assembleias, em grande parte porque algumas companhias tratam essas reuniões como simples formalidade para aprovar os demonstrativos financeiros.

Mas a Ferreyros adotou outra abordagem, distinguindo-se das outras empresas.

A empresa aproveita a ocasião da AGO para fornecer informações detalhadas sobre as atividades da empresa e sua estratégia para o futuro. Uma assembleia típica segue este modelo:

- Um vídeo demonstra o desempenho dos bens de capital que a empresa vende para diferentes setores econômicos
- Gráficos e dados integram a apresentação do relatório anual.
- Os demonstrativos financeiros são apresentados com uma explicação a respeito dos números mais importantes.
- Os demonstrativos financeiros enviados pela diretoria executiva e analisados pelo conselho são aprovados pelos acionistas após uma apresentação detalhada e uma sessão de perguntas e respostas
- Outros itens da agenda são apresentados com muitos dados de apoio
- Em alguns anos, os acionistas são convidados a visitar os escritórios da empresa ao final da reunião para obter uma ideia do cotidiano das operações

A Ferreyros incentiva a participação de todos os acionistas, inclusive os minoritários. A empresa faz isso por meio de canais legais, tais como anúncios em jornais. Ela também divulga informações no *website*, remete convite pelo correio para o endereço de todos os acionistas e envia aviso por *e-mail* para os acionistas que se inscrevem nesse serviço.

Se os acionistas não puderem comparecer à assembleia, podem delegar direitos a qualquer pessoa, sem qualquer restrição, para agir como seu procurador.

As inovações para 2008 incluíram o uso de novos meios de comunicação como uma forma de ampliar ainda mais a participação: a AGO de março foi transmitida ao vivo e os acionistas puderam acessá-la em tempo real pela Internet. A Figura 4.3 demonstra que esses esforços resultaram em altos índices de comparecimento nos últimos anos.

**Figura 4.3 Uma perspectiva histórica: índices de comparecimento às AGOs da Ferreyros**

Data da reunião	Quorum (%)
Março de 2008	92,13
Março de 2007	94,00
Março de 2006	86,41
Março de 2005	97,41
Março de 2004	93,47
Março de 2003	91,03
Março de 2002	74,88
Março de 2001	74,02

## A tradição de participação na Marcopolo

Há muito tempo a **Marcopolo** incentiva a participação nas assembleias gerais, facilitando o voto por procuração ou o uso de outros canais, caso os acionistas não possam comparecer pessoalmente.

Na década de 1980, muito antes de as práticas de governança corporativa virarem notícia, as assembleias gerais da companhia tinham uma presença significativa de acionistas minoritários. Nessas assembleias, os líderes divulgavam informações acerca da situação da empresa.

Mesmo 20 anos atrás, o comparecimento às reuniões na sede, em Caxias do Sul, cidade localizada no extremo sul do Brasil, chegava a 700 acionistas — um número surpreendente para a época. As reuniões sempre terminavam com o famoso churrasco daquele estado, transformando essas reuniões de negócios em um evento típico para toda a cidade.

Atualmente o estatuto social da Marcopolo estipula que as assembleias gerais ordinárias serão realizadas regularmente, no prazo de quatro meses após o encerramento do exercício financeiro. Elas podem ser convocadas outras vezes também, de forma extraordinária, se os interesses da companhia assim determinarem. Os acionistas podem ser substituídos nessas reuniões por seus representantes legais, que podem ser acionistas, gestores da empresa, advogados ou instituições financeiras que tenham recebido uma procuração no exercício financeiro anterior. Ao criar essas facilidades, a empresa está colocando suas palavras em prática, fazendo todo o possível para garantir que todos os acionistas tenham a mesma oportunidade de comparecer e votar.

### 3.2 Assembleias em empresas com grande base de acionistas

As companhias com uma ampla base de acionistas enfrentam desafios especiais quando tentam convocar AGOs. Essas empresas têm que ser mais eficazes e mais criativas na forma de atrair os acionistas para poder cumprir as exigências de quórum mínimo legal — têm que deixar claro que, independentemente do número total de acionistas ou do número de ações que eles tenham, cada voto é levado em conta.

#### Propriedade dispersa: um novo fenômeno na região

Em um mercado caracterizado pela concentração da propriedade, um novo fenômeno está começando a acontecer — particularmente no Brasil. Desde 2005, algumas empresas aumentaram a dispersão de ações. Algumas delas decidiram vender a maioria das suas ações na bolsa de valores, como acontece no cenário anglo-americano, a começar pelas Lojas Renner de varejo.

Assim, as primeiras “*corporations*” (grandes empresas com capital disperso em bolsa) brasileiras tornaram-se uma realidade — empresas sem um acionista controlador ou um bloco de acionistas organizados por meio de um acordo. Em junho de 2008, 8% das empresas listadas no BM&FBOVESPA já podiam ser consideradas companhias de propriedade dispersa ou difusa — cerca de dez brasileiras haviam adotado essa estrutura. E um total de um terço das empresas listadas no Novo Mercado — o segmento especial de governança corporativa da bolsa de valores — tem propriedade dispersa ou difusa.

A novidade dessa estrutura de propriedade criou alguns desafios para os pioneiros. Em alguns casos, a legislação não é adequada para tratar de questões específicas enfrentadas pelas empresas ditas “pulverizadas”; já que a lei que regula as AGOs foi criada para empresas com um pequeno número de acionistas.

A lei exige, por exemplo, que as AGOs sejam realizadas na cidade onde a companhia é sediada, que algumas vezes pode ser uma cidade pequena e remota onde a fábrica está localizada, de fácil acesso para os acionistas controladores mas um pouco mais difícil para a grande maioria dos investidores, baseados nas grandes cidades do país. A regulamentação brasileira está sendo revista atualmente para adaptar-se às novas circunstâncias do mercado.

### Os acionistas da Embraer votam pela mudança

Em março de 2006, os acionistas da **Embraer** aprovaram uma proposta de reestruturação de capital que a transformou em uma das primeiras grandes empresas brasileiras com propriedade dispersa. O processo de reestruturação societária unificou as ações em circulação da empresa em uma única categoria de ações nominais com direito a voto. O principal objetivo da reestruturação societária era criar uma base para a sustentabilidade, crescimento e continuidade dos negócios e atividades da Embraer. Para a companhia, a reestruturação em uma categoria de ações:

- Desfez os blocos de acionistas controladores
- Facilitou o acesso da Embraer aos mercados de capitais
- Aumentou as perspectivas da empresa para obter novas fontes de financiamento
- Provavelmente resultará em maior liquidez para todos os acionistas e mais voz nos assuntos da empresa por causa dos direitos a voto garantidos a todos eles

A ideia é que, sem um bloco de controle permanentemente definido, os acionistas terão que se reunir, fazer avaliações e alinhar seus interesses para tomar decisões em cada assembleia geral.

Ao aprovar a reestruturação, os acionistas aprovaram também novos Estatutos, que incluem mecanismos de proteção para assegurar a diluição do controle acionário e a detenção da maioria dos votos por acionistas brasileiros. A manutenção do poder de tomar decisões nas mãos dos acionistas brasileiros é consistente com a condição restritiva de 40% (o máximo de ações em mãos de estrangeiros) estabelecida durante o processo de privatização da empresa.

*“. . . Quando nos foram oferecidos estudos de uma reestruturação de capital por meio da qual a empresa poderia oferecer a 100% de seus acionistas o direito de usufruir das mesmas condições oferecidas aos controladores, no caso de venda do controle da empresa (tag-along) e direitos de voto, as discussões internas começaram imediatamente e foram feitos grandes esforços para transformar esses estudos em realidade. A companhia recebeu total compromisso da direção executiva e do conselho de administração para reunir esforços e trabalharem juntos para a execução da reestruturação de capital da Embraer.*

*Desde a primeira assembleia até a aprovação pelos acionistas, passaram-se quase dois anos. A Embraer é uma empresa de capital aberto e, portanto, necessitava da aprovação dos seus acionistas. É igualmente importante o fato de o governo brasileiro possuir uma ação de classe especial, denominada “Golden Share.” O governo brasileiro tem poder de veto sobre sete itens de nosso estatuto. A aprovação da reestruturação de capital pelo governo brasileiro era imperativa para o êxito da iniciativa e, após algumas reuniões com representantes oficiais, recebemos total apoio do governo também.*

*Passar a fazer parte da lista do Novo Mercado da BM&FBOVESPA significou o sucesso para a reestruturação do capital, pois isso representa as mais avançadas práticas de governança corporativa às quais uma empresa pode aderir no mercado brasileiro. A unificação de todas as ações da Embraer em uma única classe proporcionou à empresa muitas oportunidades de acessar os mercados de capitais para a realização dos seus planos de crescimento futuro.”*

— **Antonio Luiz Pizarro Manso,**  
Embraer, ex-Vice-Presidente Executivo,  
Finanças e Relações com Investidores



### **A ISA encontra uma forma para ouvir a voz de milhares de investidores**

Para a **ISA**, as assembleias ordinárias são um instrumento vital de governança corporativa. Essa ex-estatal vendeu ações para mais de 70.000 investidores e a AGO tornou-se um evento muito importante, uma excelente oportunidade para apresentar as práticas de governança corporativa da empresa.

Desde 2001, o comparecimento dos acionistas às reuniões tem sido impressionante — entre 1.500 e 2.000 pessoas em geral. Mas isso também criou problemas de logística que a organização precisou resolver. Eis como a empresa trata esse desafio atualmente:

- Criar regras que regem as assembleias: a ISA desenvolveu suas Regras Internas da Assembleia para o funcionamento de assembleias ordinárias e extraordinárias. O documento é distribuído para todos os acionistas antecipadamente e também aos presentes e fornece uma ampla gama de informações:
  - cronograma pré-definido da assembleia
  - local
  - agenda
  - divulgação de informações
  - oradores inscritos
  - procedimento sobre o recebimento de brindes
  - instruções sobre quantos convidados cada acionista pode trazer
  - intervenções incluindo relatórios de auditores especiais contratados pelos acionistas
  - eleições
  - sistemas de votação
  - comissões para contar votos e analisar documentos
  - comportamento sugerido e protocolos sobre solicitação do direito de falar, fazer perguntas ou comentários
  - intervalos para o café e outros itens de serviço
- Facilitar ao máximo a participação dos acionistas comunicando antecipadamente: a ISA considera as AGOs a melhor oportunidade para a empresa aproximar-se dos seus acionistas. Assim que o conselho de administração determina a data, hora e local da assembleia, a informação é divulgada para a Comissão de Valores Mobiliários da Colômbia e ao público em geral. A ISA também publica essas informações no seu *website*. Os acionistas e o público geralmente recebem essas informações no mínimo dois meses antes da assembleia. As pessoas que moram fora da Colômbia recebem as mesmas informações pelo correio ou por fax.
- Publicação de lembretes em meios de comunicação: com quinze dias de antecedência, todas as informações a respeito das assembleias são publicadas em dois dos jornais mais importantes e de maior circulação do país. No domingo anterior à assembleia, a empresa anuncia novamente nas mesmas publicações, com o objetivo de alcançar o maior número de acionistas possível.
- Utilizar o *website*: a empresa divulga as mesmas informações no seu *website*, incluindo propostas para decisões e para o relatório anual. O *site* inclui os currículos de todos os candidatos, assim que a empresa finaliza a lista dos candidatos ao conselho de administração.
- Usar a assembleia para a prestação de contas dos líderes de alto nível: em todas as assembleias, o presidente executivo da ISA deve prestar contas para os acionistas. O presidente do conselho de administração apresenta um relatório acerca do funcionamento do conselho incluindo detalhes das reuniões e sua frequência, comparecimento de cada membro do conselho ou seu substituto e os assuntos abordados. Isso dá aos acionistas a oportunidade de ouvir um relato sobre como os negócios da empresa são conduzidos diretamente por seus funcionários graduados.
- Permitir tempo para *feedback*: os acionistas também têm uma oportunidade de fazer perguntas e pedir explicações sobre os resultados da companhia.

### 3.3 Direitos a *tag-along*

Muitos conflitos em organizações estão relacionados com questões de direitos de propriedade. Os investidores são geralmente cautelosos quanto aos riscos associados a empresas nas quais os acionistas majoritários têm controle superior aos seus direitos sobre o fluxo de caixa. Tanto os Princípios da OCDE quanto o Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina permitem essa divergência entre direitos de voto e direitos a dividendos.



## Melhores práticas

O Relatório Oficial sugere que “grandes diferenças nos direitos de voto entre a mesma classe de acionistas podem incentivar aqueles com direito desproporcional a voto a tomar decisões que não sejam do interesse de todos os acionistas.”

O documento recomenda que nesses casos, “a estrutura regulatória para proteção dos acionistas minoritários deve ser proporcionalmente mais forte e mais eficaz.”<sup>48</sup>

Entretanto, a região tem assistido a inúmeros casos em que o controle desproporcional dos acionistas majoritários é utilizado indevidamente, gerando desconfiança entre os investidores.

As integrantes do Círculo de Companhias compreenderam a necessidade de construir a confiança dos investidores concedendo direitos mais amplos aos acionistas. Eles introduziram uma série de alterações que asseguraram uma melhor avaliação de suas empresas.

Um bom exemplo é o que o mercado chama de direitos de *tag-along* — nos quais a empresa concede a todos os acionistas os mesmos direitos de usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia.<sup>49</sup>

### A Ultrapar concede direitos de *tag-along* após a Oferta Pública Inicial (IPO)

Um ano após o IPO de 1999, a **Ultrapar** concedeu *tag-along rights* a todos os acionistas, garantindo tratamento igual a acionistas minoritários no caso de mudança no controle societário.<sup>50</sup> Essa iniciativa pioneira não foi reconhecida imediatamente, pois foi preciso algum tempo para o mercado compreender que a empresa estava reformulando seriamente sua governança corporativa. O preço das ações da Ultrapar sustentou-se com dificuldade nos seus primeiros anos como empresa de capital aberto. No entanto, na primeira oferta de ações subsequente, seis anos mais tarde, a reação do mercado foi totalmente diferente e as ações da companhia acompanharam a valorização dos indicadores do mercado brasileiro.

Em 2004, a Ultrapar incluiu os direitos de usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da empresa (*tag-along*) em seus estatutos. Ao mesmo tempo, distribuiu dividendos iguais aos detentores de ações ordinárias e prefe-

<sup>48</sup> Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina (*White Paper*), acordado pelos participantes da Mesa Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa, p. 15, 2003.

<sup>49</sup> Os direitos de *tag-along* referem-se ao conceito de norma de oferta firme, no qual os acionistas minoritários têm o direito a usufruir pelo menos uma certa porcentagem do preço pago aos acionistas controladores em caso de venda da sua participação de controle. Antes de maio de 1997, o comprador de um bloco de controle precisava fazer uma oferta aos demais acionistas votantes ao mesmo preço oferecido aos acionistas controladores. Portanto, segundo a Lei das Sociedades Anônimas “original” (Lei 6.404/1976), era assegurado um direito de *tag-along* de 100% aos acionistas votantes minoritários. Contudo, a Lei 9.457, promulgada em maio de 1997, modificou a Lei das Sociedades Anônimas anterior, abolindo os direitos de *tag-along*. Uma nova modificação da Lei das Sociedades Anônimas, Lei 10.303, promulgada em outubro de 2001, restabeleceu parcialmente os direitos de *tag-along* dos acionistas votantes minoritários, desta vez com 80% do preço oferecido para o bloco de controle. Por outro lado, desde 2001, algumas empresas decidiram voluntariamente conceder os direitos de *tag-along* aos acionistas minoritários (mesmos aos não votantes) além das exigências legais no Brasil. As empresas do Círculo de Companhias estavam entre as primeiras a oferecer esses direitos. Essa decisão foi tomada como parte do processo que algumas empresas realizaram para adotar melhores práticas de governança corporativa. A concessão dos direitos de *tag-along* de pelo menos 80% para acionistas não votantes e 100% para os acionistas votantes atualmente é uma exigência para participar do segmento especial de listagem de Nível 2 da BM&FBOVESPA.

<sup>50</sup> Ver mais detalhes na subseção 5.2 do Capítulo 6.



renciais. O objetivo foi alinhar os interesses dos titulares de ações ordinárias com os interesses daqueles com ações preferenciais a fim de facilitar a colocação de novos papéis no mercado, atendendo à demanda por maior liquidez.

*“Este é um passo fundamental para a concretização de um princípio muito importante de governança corporativa — o alinhamento dos interesses de todos os acionistas. Com esta decisão, todos têm os mesmos direitos econômicos que os pertencentes à família fundadora.”*



—**Paulo Cunha**, Ultrapar, ex-Presidente Executivo e atual Presidente do Conselho de Administração

Outras empresas do Círculo de Companhias também entenderam a importância dos direitos de *tag-along*.

A **NET** compreendeu que, para ser líder em governança corporativa, seria preciso estender a 100% dos acionistas o direito de usufruir das mesmas condições oferecidas aos controladores, no caso de venda do controle da empresa (*tag-along*) — sem exceção. Essa decisão teve um rendimento financeiro claro. Todos os principais investidores institucionais de longo prazo que se tornaram acionistas da NET indicaram que essa prática foi levada em conta quando eles tomaram suas decisões de investimento.

Até agosto de 2008, a **Suzano Petroquímica** estava listada no Nível 2 dos segmentos especiais de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Isso exigiu que, no caso de venda do controle da companhia, fosse garantido aos acionistas detentores de ações ordinárias, o direito de receber 100% do valor pago aos acionistas controladores, e aos acionistas detentores de ações preferenciais, o direito de receber 80% do valor pago (*tag-along*). No momento em que a companhia optou pela listagem nesse segmento em 2004, os 80% de direito de *tag-along* dado às ações preferenciais era superior aos 70% então exigidos pelo Nível 2 da BM&FBOVESPA. Com a decisão de exceder o padrão de referência definido pelo segmento de governança corporativa, a empresa sinalizou para o mercado que pretendia ser uma opção atraente para os investidores, oferecendo ainda mais benefícios e proteção.

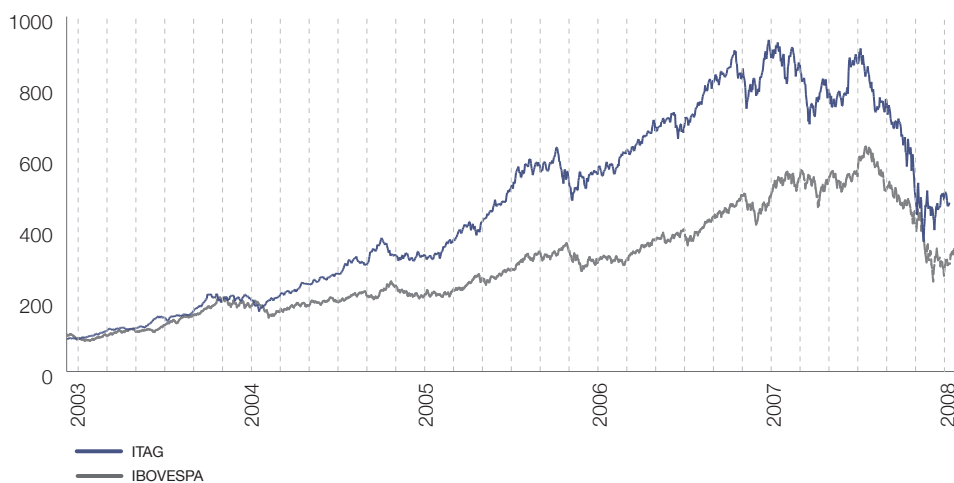


## A boa governança compensa

Uma pesquisa acadêmica de setembro de 2007 revela que os esforços das empresas brasileiras para conceder direitos de usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da empresa (*tag-along*), maiores do que os exigidos por lei foram reconhecidos e seus preços refletiram a resposta favorável dos investidores.<sup>51</sup> O estudo analisa 75 companhias que ofertaram direitos de *tag-along* superiores aos direitos mínimos exigidos pela legislação entre 2002 e 2005. O resultado confirma: a boa governança compensa. O preço das ações dessas empresas valorizou 60% no caso dos papéis com direito a voto (ON) e ainda mais—78%—para as ações sem direito a voto (PN).

A Figura 4.4 compara o principal indicador do mercado de ações brasileiro com o desempenho de uma carteira hipotética de empresas que oferecem direitos de usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da empresa (*tag-along*). A carteira hipotética foi criada em 2002. Seu acompanhamento começou em 2003.<sup>52</sup>

**Figura 4.4 IBOVESPA vs. ITAG: Desempenho comparativo do preço das ações**



Fonte: Economatica

### 3.4 Criando regras claras para tratar conflitos de interesse

É essencial ter diretrizes claras para o tratamento de situações que envolvam possíveis conflitos de interesse. O planejamento antecipado ajudará a resolver situações nas quais os interesses podem não estar alinhados.

<sup>51</sup> NICOLAU, J. E. *Tag along mínimo: vale a pena ir além?* Dissertação (Mestrado em Administração). Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2007.

<sup>52</sup> O índice IBOVESPA é o principal indicador do desempenho médio do mercado brasileiro de ações. O ITAG — Índice de *Tag Along* Diferenciado — é usado para medir o rendimento de uma carteira hipotética composta por ações de empresas que oferecem, no caso de venda do controle, melhores condições para os acionistas minoritários do que o exigido por lei. Fonte: BM&FBOVESPA.

A **CCR** enfrentou essa situação quando planejou sua estratégia de crescimento. A empresa estava levando em conta uma estrutura acionária bem definida que incluísse uma IPO no Novo Mercado.

A questão principal era como resolver o possível conflito entre os papéis das companhias de construção e dos concessionários, que detinham a maior parcela do bloco de controle. Para responder àquela preocupação, a empresa desenvolveu mecanismos integrados de proteção para administrar qualquer serviço com as partes relacionadas. Todos os contratos acima de R\$ 1 milhão (aproximadamente US\$ 470.000) firmados com as partes relacionadas e quaisquer outras transações com terceiros que excedessem R\$ 2,7 milhões (aproximadamente US\$ 1,26 milhão) teriam que ser aprovados pelo conselho de administração. Ademais, qualquer contrato acima de R\$ 1 milhão firmado com uma parte relacionada poderia ser precedido de uma avaliação independente, se assim fosse solicitado por algum membro do conselho. Para os casos em que, apesar de uma conclusão positiva por parte dos analistas independentes, ainda restassem dúvidas, foi estabelecida uma disposição no sentido de que 25% do conselho de administração poderia vetar o contrato.

O conselho de administração da CCR é composto por dez membros dos quais oito são representantes dos quatro acionistas controladores e dois são conselheiros independentes. A simples existência de um mecanismo explícito para todos proporcionou um tipo de transparência que resultou em confiança mútua. O mecanismo parece ter fornecido um dissuasor eficaz de potenciais conflitos de interesse nos contratos da empresa: até agora, o mecanismo de veto ainda não foi usado.



### Para consideração

De qualquer forma, recomenda-se que a empresa adote uma definição clara de conflito de interesses e como lida com a situação. As empresas podem optar por uma política de conflito de interesses independente ou por torná-la parte do seu código de conduta.

## 4 Melhoria do ambiente de controle

Entre os elementos que compõem o sistema de governança corporativa, o auditor externo independente desempenha um papel fundamental, gerando confiança para outros agentes: o auditor assegura que os demonstrativos financeiros representam exatamente a posição financeira e o desempenho da empresa. Para tanto, auditores externos realizam auditorias independentemente da empresa, da sua direção executiva e dos acionistas controladores. Isso dá aos acionistas e outros agentes de governança corporativa confiança nas informações sobre a contabilidade da empresa, além de aumentar a capacidade da companhia de atrair investimentos.

O objetivo de uma auditoria é permitir que o auditor externo emita um parecer dizendo se os demonstrativos financeiros da empresa são preparados, em todos os aspectos importantes, em conformidade com a estrutura de relatórios financeiros reconhecida no país em questão e se os demonstrativos são confiáveis. Ela dá a todas as partes interessadas um parecer independente acerca da posição financeira da empresa e, se executada adequadamente, deve atestar a exatidão das contas.

Geralmente recomenda-se que os auditores sejam contratados por um período predefinido, com possibilidade de recontração após uma avaliação formal e documentada do seu de-

sempenho pelo comitê de Auditoria do conselho. As principais responsabilidades desse comitê são auxiliar o conselho em:

- › Fiscalização da integridade dos demonstrativos financeiros da empresa
- › Revisão dos controles financeiros internos da empresa, sistemas de controles internos e de gestão de risco
- › Monitoramento e revisão da eficácia da função de auditoria interna da empresa
- › Recomendação de um auditor externo, o que é então enviado pelo conselho de administração para a aprovação dos acionistas e aprovação da remuneração do auditor externo e dos termos do seu envolvimento
- › Monitoramento e análise da independência e objetividade do auditor externo e da eficácia do processo de auditoria
- › Desenvolvimento e implementação de política sobre o envolvimento do auditor externo para fornecer serviços que não sejam de auditoria
- › Garantia da aderência da empresa a todos os requisitos legais e normativos e outras regulamentações internas na área de controles internos

Em muitas jurisdições, a prática padrão determina que as companhias declarem sua posição a respeito da contratação de auditores externos para a execução de outros serviços que não de auditoria, o que poderia afetar a independência do auditor.



### Para consideração

O auditor externo geralmente enviará o que é conhecido como “Carta à administração”, além do relatório de auditoria. As empresas que desejam implementar boa governança corporativa devem solicitar essa carta. Esse documento geralmente cobre todas as deficiências importantes nos controles internos e procedimentos de contabilidade e operacionais. O objetivo da carta é fornecer sugestões construtivas à administração acerca de melhorias nos procedimentos de controles internos.

As constatações contidas na carta à administração são consideradas informações que não podem ser relatadas para terceiros, mas requerem ação corretiva por parte da administração.

Você está querendo obter financiamento externo para sua empresa? Prepare-se, porque os investidores poderão pedir para ver a carta à administração escrita por seu auditor externo.

**Não ignore os sistemas de controles internos.** O conselho deve assegurar também que a diretoria executiva crie e mantenha um sistema eficiente de controles internos para proteger o investimento dos acionistas e os ativos da empresa. O controle interno é um processo conduzido em conjunto pelo conselho, diretoria executiva e empregados com a finalidade de fornecer garantias razoáveis de que os seguintes objetivos da empresa sejam alcançados:

- › Relatórios financeiros confiáveis e precisos
- › Operações eficientes e eficazes
- › Aderência da companhia à legislação e a suas próprias regras e diretrizes internas

Como criar tal sistema de controle interno?

Considere a opção de seguir uma estrutura reconhecida, como a do COSO (*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* — Comitê das Organizações Patrocinadoras), que lançou seu *Internal Control — Integrated Framework* (Controle Interno — Estrutura Integrada) em 1992.<sup>53</sup> Em 2004, o COSO publicou uma segunda orientação, *Enterprise Risk Management — Integrated Framework* (Gestão de risco corporativo — Estrutura Integrada).<sup>54</sup> Esse documento amplia a questão dos controles internos para focar a gestão de risco no âmbito da empresa.

A auditoria interna é elemento-chave de uma estrutura de controle interno bem-sucedida e pode ser definida como uma atividade independente e objetiva de consultoria para buscar conformidade, adicionar valor e aprimorar as operações de uma organização.<sup>55</sup> Ela ajuda uma empresa a alcançar seus objetivos por meio da introdução de uma abordagem sistemática e disciplinada para avaliar e melhorar a eficácia da gestão de risco, controles e processos de governança corporativa.

As auditorias internas abrangem as atividades financeiras e operações, incluindo sistemas, produção, engenharia, marketing e recursos humanos. Elas têm o objetivo de auxiliar a diretoria executiva, mas a boa prática de governança corporativa sugere que o chefe da auditoria interna também forneça um relatório ao comitê de Auditoria da empresa ou a todo o conselho de administração. As auditorias internas analisam e garantem:

- › Confiabilidade e integridade das informações
- › Aderência às políticas e normas
- › Uso custo-eficaz e eficiente dos recursos
- › Proteção dos ativos
- › Alcance das metas e objetivos operacionais estabelecidos

Para obter um exemplo do sistema de governança de controles internos, consulte a Figura 4.5.

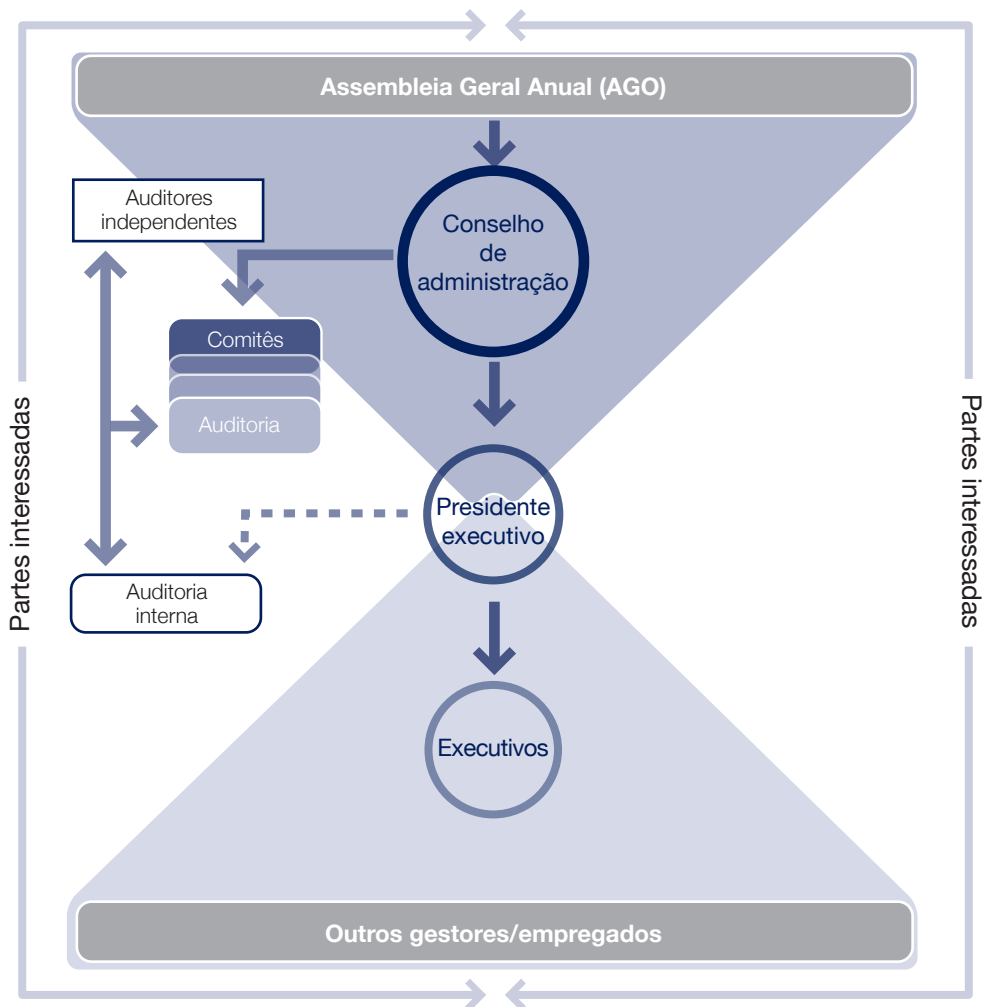
Como seria de se esperar, as integrantes do Círculo de Companhias abordaram essas questões de formas diferentes, de acordo com as singularidades de suas próprias circunstâncias.

<sup>53</sup> COSO, Controle Interno — Estrutura Integrada, [http://www.coso.org/publications/executive\\_summary\\_integrated\\_framework.htm](http://www.coso.org/publications/executive_summary_integrated_framework.htm).

<sup>54</sup> COSO, Controle Interno—Estrutura Integrada, [http://www.coso.org/publications/executive\\_summary\\_integrated\\_framework.htm](http://www.coso.org/publications/executive_summary_integrated_framework.htm).

<sup>55</sup> THE INSTITUTE OF INTERNAL AUDITORS (INSTITUTO DE AUDITORES INTERNOS), [www.theiia.org](http://www.theiia.org).

Figura 4.5 Auditor independente e auditoria interna no sistema de governança corporativa



Fonte: Better Governance

### Comitê de Auditoria seleciona os auditores externos da Atlas

Na **Atlas**, as decisões relativas à seleção e remuneração de auditores externos independentes são tomadas pelo comitê de Auditoria do conselho de administração. Todos os anos, é solicitada uma proposta formal, de acordo com as atividades do ano seguinte. Isso é feito pelo presidente executivo, que apresenta essa recomendação ao comitê de Auditoria. Por intermédio do comitê de Auditoria, o conselho tem a aprovação final sobre a seleção da empresa e a remuneração do auditor. As decisões são documentadas nas atas das assembleias.

“... O auditor interno da Atlas reporta-se diretamente ao comitê de Auditoria do conselho de administração. Desde 2005, essa auditoria interna é contratada externamente e o serviço é executado por uma empresa de auditoria de renome internacional. Foi feito um acordo por meio do qual o fornecedor externo apresenta um plano de trabalho anual que leva em conta a avaliação do risco da empresa. Após discussões entre o comitê de Auditoria e a diretoria executiva, é elaborado um plano de trabalho detalhado e os pagamentos anuais são negociados. A cada três meses, uma atualização sobre o andamento do trabalho é fornecida ao comitê de Auditoria. A decisão de contratar externamente a auditoria interna foi tomada para aproveitar a força da empresa contratada em avaliação de risco e em controles e procedimentos internos. Por ser uma companhia mundial, ela teve facilidade de trazer as melhores práticas globais para esse trabalho. Ao longo dos anos, nosso comitê de Auditoria pode atestar esse fato.”



—Roberto Truque Harrington,  
Atlas, Diretor Financeiro

### O departamento de auditoria interna da Ferreyros garante a qualidade

A **Ferreyros** criou um departamento de auditoria interna como forma de assegurar a qualidade e a transparência das informações. Os destaques do mecanismo:

- O conselho seleciona a empresa que audita os demonstrativos financeiros da empresa
- A política de contratos permite renovações anualmente
- A extensão dos termos da renovação para cinco anos requer uma avaliação mais metódica do nível do desempenho
- Mesmo quando o contrato é renovado, é preciso fazer o rodízio do principal auditor associado
- A política de contratos proíbe a contratação de empresa de auditoria para executar outros serviços que não a auditoria dos demonstrativos financeiros
- Serviços de consultoria em questões jurídicas e fiscais são prestados por outras empresas, não relacionadas àquela

## Independência para o departamento de auditoria interna da Buenaventura

Na **Buenaventura**, de acordo com as melhores práticas de governança corporativa, e seguindo a Lei Sarbanes-Oxley, o departamento de auditoria interna é independente, reportando-se diretamente ao comitê de Auditoria da empresa. O departamento é responsável por:

- Teste, avaliação e análise do sistema de controles internos estabelecido e mantido pela diretoria executiva para proteger os ativos da empresa e assegurar a exatidão dos registros financeiros
- Revisão dos processos para conformidade (compliance) com todas as políticas e procedimentos da empresa
- Promoção de ganhos de eficiência operacionais, quando apropriado
- Fornecimento de um plano anual de auditoria geral para análise e aprovação do comitê de Auditoria

## 5 Transparência e divulgação de informações

A divulgação oportuna e precisa de informações é essencial para os acionistas, investidores em potencial, autoridades regulatórias e outras partes interessadas. O acesso a informações importantes ajuda os acionistas a proteger seus direitos e aumenta a capacidade dos participantes do mercado para tomar decisões econômicas sólidas. A divulgação de informações possibilita avaliar e fiscalizar a direção da empresa, bem como manter a direção responsável por prestar contas para a companhia e para os acionistas. Também beneficia as empresas uma vez que lhes permite demonstrar a prestação de contas para os acionistas, agir de forma transparente com os mercados e manter a confiança pública. As informações ainda são úteis para os credores, fornecedores, clientes e empregados avaliarem seus cargos, responderem às mudanças e moldarem seus relacionamentos com as empresas.



### Melhores práticas

Um grupo europeu de consultoria especializada, o *High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (Grupo de alto nível de peritos jurídicos em uma estrutura regulatória moderna moderno para o direito societário na Europa), observa a importância da divulgação de informações.<sup>56</sup>

A solicitação de divulgação de informações pode ser uma poderosa ferramenta regulatória no direito societário, aumentando a prestação de contas e a transparência com relação à governança corporativa da empresa e seus interesses. O simples fato de, por exemplo, as estruturas de governança corporativa ou ações ou fatos particulares terem que ser divulgados e, portanto, terem que ser explicados, cria um incentivo para se rejeitar o que esteja fora do que se consideram as melhores práticas e evitar ações que violem deveres fiduciários ou requisitos normativos ou mesmo que poderiam ser criticados por estarem fora das melhores práticas. Para aqueles que participam ou fazem negócios com empresas, a informação é um elemento necessário para que se possa avaliar a posição de cada uma e responder às mudanças relevantes para elas.

<sup>56</sup> EUROPEAN COMMISSION. *Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*. Bruxelas, 2002. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf)>.



Mais regras rigorosas são aplicadas às empresas de capital aberto do que às companhias privadas, de propriedade familiar. A regulamentação firme para a divulgação de informações entre empresas listadas é necessária por causa do maior impacto de possível fraude quando uma empresa tem vários milhares de acionistas. Devido à importância dos mercados de capitais em uma economia moderna, os governos estão, de forma compreensível, ansiosos por garantir a integridade do sistema financeiro. O maior número de obrigações de divulgação de informações para as listadas é o preço a ser pago para se ter acesso aos grandes fundos disponíveis nos mercados de capital.

As empresas privadas, por outro lado, geralmente precisam apenas cumprir os requisitos mínimos de divulgação de informações. Mesmo assim, estas devem divulgar uma quantidade suficiente de informações financeiras e não-financeiras de modo que o mercado e os possíveis investidores possam entender sua estratégia e suas operações. Isso é particularmente importante quando a companhia está interessada em atrair novos investidores.



### Para consideração

Os requisitos de divulgação de informações são diferentes para empresas de capital aberto e companhias privadas, familiares. Se sua empresa está se preparando para abrir capital, não se esqueça de que será preciso aderir a requisitos normativos mais rígidos.

## 5.1 Organizando a divulgação de informações



### Melhores práticas

Os Princípios de Governança Corporativa da OCDE (Princípios da OCDE) sugerem que “. . . seja feita divulgação oportuna e precisa das informações a respeito de todos os assuntos importantes relativos à empresa, incluindo situação financeira, desempenho, propriedade e governança.”<sup>57</sup>

O principal conceito que subjaz às recomendações da OCDE é o princípio de importância relativa. Em poucas palavras, importância relativa refere-se às informações capazes de afetar as decisões econômicas tomadas pelos usuários dos dados, caso estes sejam omitidos ou adulterados. Importância relativa pode também ser definida como uma característica da informação ou um evento que a torne suficientemente importante para afetar o preço das ações de uma empresa.

<sup>57</sup> OCDE — Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Principles of Corporate Governance*. 2004. *Principle V on Disclosure and Transparency*. Disponível em: <<http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf>>.

As informações devem ser organizadas e bem preparadas antes da sua divulgação para que possam ser prontamente absorvidas pelo mercado. As empresas devem definir para si próprias:

- › Informações para serem acrescentadas ao que é exigido por lei
- › O tipo de informação que elas desejam — ou se comprometem a — divulgar para o mercado e outras partes interessadas da empresa
- › Quem está autorizado a divulgar aquelas informações em nome da companhia
- › De que modo as informações relevantes são coletadas e verificadas
- › Quem é responsável pela coleta e verificação das informações

Normalmente, as empresas com práticas avançadas de governança corporativa terão uma política de divulgação de informações que regule esses assuntos. Em geral, essas empresas designam uma área ou um executivo responsável por assegurar que todos cumpram a política de divulgação de informações. Muitas vezes, trata-se de uma entidade no nível de conselho de administração, como um comitê de Auditoria ou outro comitê independente.

### O comitê de Controles Internos da Homex desempenha papel informativo

A **Homex** estabeleceu um comitê de Controles Internos para informar à comunidade de investidores, órgãos reguladores e terceiros sobre os eventos relevantes relacionados com as mudanças na governança corporativa da empresa, situação contábil e financeira, bem como administrativa, operacional, além de eventos extraordinários ou que não sejam recorrentes. A política da empresa sobre a divulgação de informações que possam impactar diretamente o preço das ações concentra-se na comunicação oportuna dessas informações à comunidade financeira. Os principais objetivos do comitê de Controles Internos da Homex são:

- Identificar e divulgar os eventos financeiros e operacionais em conformidade com a política de divulgação de informações exigida pelas regras da SEC e da CNBV
- Assegurar que as informações reveladas sejam registradas, processadas e reportadas nos períodos estabelecidos para relatório pelo departamento de Controles Internos e nos prazos fixados pela Bolsa de Valores do México
- Confirmar, atestar e divulgar a existência, implementação, manutenção, projeto e avaliação do sistema de controle e procedimentos de divulgação de informações pelo conselho de administração, presidente executivo e diretor financeiro

## Estudo de caso: Comitê de Divulgação de Informações da Buenaventura

O comitê de Divulgação de Informações da **Buenaventura** inclui a diretoria executiva, sendo composto pelo diretor financeiro, o vice-presidente de explorações e o controlador, que avaliam o conteúdo e a oportunidade das informações a serem divulgadas para o mercado. Para as divulgações trimestrais, as informações são analisadas e discutidas na reunião do conselho antes da disseminação.

Parte do processo de avaliação envolve uma análise da eficácia do projeto e da operação dos controles e procedimentos de divulgação de informações da empresa desde o final do ano de 2006. A diretoria executiva da empresa, incluindo o presidente executivo e o diretor financeiro, faz parte dessa equipe. Conclusão: a empresa é eficaz, oferecendo garantia razoável de que as informações exigidas serão divulgadas nos relatórios apresentados e enviados nos termos da *United States Securities and Exchange Act* (Lei sobre valores mobiliários dos Estados Unidos).

### Por que a Buenaventura adotou essas medidas?

Os líderes acreditam sinceramente que o fornecimento de informações oportunas e precisas ajudará as empresas a conquistar e manter a confiança do mercado, produzindo impactos positivos sobre a liquidez e a criação de valor.

Na realidade, a Buenaventura possui um processo sofisticado para cumprir as exigências de listagem na Bolsa de Valores de Lima e Nova York (NYSE), que as empresas menores também podem usar como ponto de partida para levar em conta maneiras de prestar informações relevantes para as diferentes partes interessadas.

O conceito básico, independentemente do tamanho da empresa:

- Organize seu conteúdo
- Inclua pessoas importantes da empresa para validar o conteúdo
- Planeje sua divulgação de informações, levando em conta as necessidades de todos os públicos-alvo

Da mesma forma que as empresas com registro em bolsa, aquelas que não são listadas devem pensar em divulgar informações equânimes para todas as partes interessadas — como recomenda a Buenaventura no estudo de caso acima. Isso garantirá a adesão ao princípio de equidade e transparência e ajudará a evitar mal-entendidos ou a criar um conflito entre as diferentes partes interessadas devido à diferença das informações recebidas da companhia. Isso se aplica principalmente às variadas origens do capital da empresa, incluindo credores e grupos de acionistas minoritários. A divulgação simultânea de informações para todos os grupos financeiros interessados — com os cuidados destacados nesta seção — produzirá uma percepção positiva da empresa e ajudará a prepará-la para iniciativas futuras que poderão envolver outras fontes de mercado de capitais.

## 5.2 Comunicação com o mercado: muito mais do que transparência

Neste mundo de comunicações instantâneas e ininterruptas, a concorrência por capital requer muito mais do que transparência. É preciso também dominar a arte da comunicação com os investidores existentes e potenciais.

A eficácia na comunicação das atividades de uma empresa exige canais eficientes, clareza no tratamento do conteúdo a ser divulgado e uma estratégia para dirigir-se à comunidade de investidores. De modo geral, as empresas criam estruturas internas ou designam um executivo para administrar as relações com investidores. Os departamentos de relações com investidores (RI) geralmente:<sup>58</sup>

- Desenvolvem e mantêm uma política corporativa de divulgação de informações e estabelecem o processo para a divulgação oportuna de informações relevantes
- Administram o conjunto de relatórios financeiros para os acionistas, órgãos reguladores e bolsas de valores
- Desenvolvem programas para aumentar a conscientização e a compreensão da empresa
- Constroem e mantêm relacionamentos com a comunidade de investimento

<sup>58</sup> COLE, B. M. *The new investor relations: expert perspectives on the state of art*. Bloomberg Press, 2003.

No momento, a função de relações com investidores nas companhias está passando por mudanças precipitadas pelas novas demandas por um ambiente de comunicações em tempo integral. Hoje, a comunicação com o mercado pode ter como alvo um público maior do que apenas os investidores. Os esforços de comunicação tendem a focar todas as partes interessadas da empresa.

Assim, ao mesmo tempo em que direciona seus esforços para os investidores, bem como para vários outros públicos-alvo, o departamento de RI deve interagir com outras áreas da empresa a fim de promover um entendimento correto sobre a mesma e suas operações comerciais.

Este é um novo desenvolvimento, um novo conceito no mercado, mas que provavelmente será cada vez mais comum no futuro.

A comunicação estende-se além da dimensão econômica. Ela cobre os aspectos sociais e ambientais, práticas de governança corporativa, regras para ética e conduta e muito mais. As empresas devem apresentar informações sobre suas operações e seus resultados. Devem divulgar também informações detalhadas sobre como chegaram aos resultados e os tipos de práticas que adotaram para tal.

Esta nova abordagem de comunicação corporativa é muito diferente da antiga, que se manifestava de forma unilateral. No passado, as empresas divulgavam apenas as boas notícias — mensagens positivas que pudessem ajudar a melhorar as percepções do mercado.

Cada vez mais, os canais de relacionamento das companhias estão substituindo as práticas antigas. Esses canais permitem que as empresas ouçam as perspectivas dos acionistas e as considerem como parte de suas operações. Sua comunicação com as partes interessadas deve levar em conta os princípios de transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa. Os esforços devem incluir a divulgação de informações sobre todos os fatores positivos da empresa. Devem incluir também notícias ruins, capazes de prejudicar várias partes interessadas.

O resultado dessa comunicação em duas vias: maior credibilidade e relações mais fortes. Esses princípios aplicam-se a empresas de todos os tamanhos, embora eles tenham importância especial para as empresas listadas em bolsa, onde a comunicação é mais sofisticada. Ao considerar sua estratégia de comunicação, certifique-se de estabelecer um amplo conjunto de instrumentos de comunicação com as partes interessadas, inclusive:

- › *Website*
- › Relatório anual
- › Assembleia geral anual
- › Comunicados de imprensa
- › Comunicação por *e-mail*
- › Reuniões presenciais
- › Teleconferências

O conteúdo apresentado nesses veículos de comunicação inclui, entre outros elementos:

- › Políticas corporativas para:
  - + Divulgação de informações
  - + Informação privilegiada
  - + Risco

- › Princípios e estrutura de governança corporativa:
  - + Estrutura de propriedade
  - + Estatutos e regras internas
  - + Código de conduta da empresa
  - + Código de governança corporativa
- › Relatórios financeiros:
  - + Relatórios dos analistas
  - + Fatos relevantes
- › Agenda corporativa anual (calendário corporativo)
- › Notificação e atas das assembleias (AGOs e reuniões do conselho de administração)

É importante ressaltar mais uma vez que a aderência às formalidades legais é apenas uma parte do esforço de comunicação efetiva com o mercado. O objetivo dominante da função de relação com investidores (RI) é a criação de um canal de comunicação eficaz com as partes interessadas.

As empresas do Círculo de Companhias vão além da lei escrita, ultrapassando esses requisitos legais na determinação das funções de seus relacionamentos com os investidores, pois estão sempre buscando melhores resultados.

*“... Embora o mercado tenha seu próprio sistema de comunicação, aprendemos que ele não é suficiente. As empresas não devem contentar-se apenas com os canais formais de que os reguladores e as organizações do mercado dispõem para comunicar-se — devem enfrentar o desafio de alcançar os corretores e, se possível, o grupo de investidores-alvo. As reuniões e road-shows são um excelente instrumento para isso e o esforço e o tempo empregados na sua preparação e realização são bem recompensados.”*



— **Diego Artiñano**, Atlas, Presidente Executivo

## Estudo de caso: Visão da Natura sobre relações com investidores

A **Natura** criou um departamento especificamente para atender os investidores, acionistas e analistas do mercado de capitais, tendo as seguintes responsabilidades:

- Atendimento aos investidores
- Comentários sobre o desempenho com a estruturação de documentos sobre os resultados trimestrais da empresa: a companhia é obrigada a divulgar seus resultados trimestralmente, por intermédio de um relatório de comentários sobre resultados que poderá, ou não, apresentar as informações esperadas. A melhor orientação é o conhecimento da companhia e da indústria.
- Coordenação e gestão de teleconferências em português e inglês com os investidores
- Criação e implantação de uma política de relações com investidores em andamento
- Política de divulgação de informações e negociação
- Criação e implantação de uma política de procedimentos em andamento
- Definição da divulgação de informações
- Desenvolvimento de relatórios sobre as atividades de relações com investidores

O gestor do Departamento de relações com investidores tem a responsabilidade de explicar os resultados da empresa de forma verossímil, influenciando positivamente a percepção dos investidores sobre os riscos e, assim, reduzindo o custo do capital. Além das aptidões financeiras, a atividade requer sólida competência em marketing para transmitir a mensagem de investimento com eficiência. Finalmente, sua tarefa é auxiliar os participantes do mercado de capitais — analistas de bancos e corretoras, investidores institucionais e individuais (*sell side e buy side*) — a compreenderem o negócio. Esses participantes fornecem inteligência de mercado e a direção da empresa não deve esquecer esse aspecto ao construir sua imagem e sua credibilidade.

A experiência da Natura é que a administração das relações com investidores deve ser enxuta: um membro da diretoria executiva, um gestor em tempo integral, um coordenador e uma secretária assistente. Com um departamento pequeno e a necessidade de pessoal de apoio para questões que envolvem o gestor de RI e coordenador, frequentemente existe sobreposição de responsabilidades. Mesmo assim, uma pessoa sempre é diretamente responsável por uma determinada questão.

- O executivo em tempo integral: analisa resultados, elabora comentários trimestrais sobre o desempenho, administra os contatos diretos com os investidores e, junto com o diretor executivo, organiza teleconferências, apresentações e outras atividades.
- O coordenador: presta suporte ao *website*, cuida do sistema de *e-mail* ao “Investidor” e dos relatórios emitidos pelo departamento, compartilha guarda dos ativos no banco custodiante, atualizando informações no Novo Mercado da BM&FBOVESPA e contatos com associações de investidores e órgãos reguladores

Por ser pequeno, o departamento geralmente precisa de ajuda adicional, contratando serviços de terceiros para:

- Organizar eventos como reuniões com investidores, teleconferências, apresentações na Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec) e para pesquisas de percepção do mercado de capitais

- Assegurar a consistência na linguagem e na mensagem de investimento, identificar e apoiar a implantação de melhores práticas de mercado — especialmente com o website, a ferramenta de comunicação mais importante de RI. Isso ajuda o acesso da empresa a novos investidores e às fontes de crédito
- Prestar serviços como teleconferências, comunicações empresariais e tradutores

**Atração e manutenção de talentos no departamento de RI.** A função relações com investidores (RI) é complexa e requer pessoas altamente qualificadas, apoiadas por um treinamento eficaz para obter os resultados desejados. Nem sempre é fácil encontrar as pessoas certas, como mostra a experiência da **NET**. Como outras empresas no Brasil, a companhia também teve um momento difícil na obtenção dos resultados desejados e em assegurar o envolvimento do seu presidente-executivo (CEO).

Com o rápido crescimento dos mercados de ações no Brasil, todas as empresas de capital aberto e as que estão prestes a abrir seu capital estão enfrentando dificuldades na identificação e manutenção de talentos em suas equipes de RI. Essas equipes são relativamente novas nas companhias e, em alguns casos, ainda têm uma função indefinida dentro da organização. Além de encontrar equipes que gostem de viajar entre São Paulo, Londres e Nova York, as empresas precisam de pessoas com altos níveis de energia e determinação, um sólido treinamento em contabilidade, uma boa visão estratégica e proficiência em inglês. Embora a extensão da remuneração a longo prazo para a equipe de RI tenha ajudado no processo de manutenção dos talentos, não é a única solução.

Para motivar a sua equipe de relações com investidores e como forma de aumentar a retenção dos talentos, a NET também confere visibilidade interna aos profissionais, incluindo o grupo em reuniões estratégicas sempre que possível, patrocinando treinamento externo e envolvendo o presidente executivo no processo. A meta: uma equipe que simplesmente não repita o que está escrito nos demonstrativos financeiros, e, sim, profissionais capazes de entender a orientação estratégica da empresa, que se sintam parte da diretoria executiva e que estejam comprometidos com o sucesso da companhia.

## Estudo de caso: Responsabilidades mais amplas para a equipe de relações com investidores da Homex

O programa de relações com investidores da **Homex** é abrangente e coloca, entre as responsabilidades da equipe, as seguintes atividades:

- Comunicar de forma efetiva e oportuna as perspectivas de negócios e os resultados financeiros da empresa à comunidade financeira, analistas, agências de classificação, governo, imprensa e câmaras representativas, além dos membros do conselho de administração e da diretoria executiva, distinguindo entre os diferentes interesses de cada grupo-alvo
- Ajudar na definição, integração da estratégia de comunicação para resultados financeiros e perspectivas de negócios corporativos

- Analisar, integrar e comunicar os resultados financeiros: por ser uma empresa mexicana com ações listadas na Bolsa de Valores de Nova York e na Bolsa de Valores Mexicana, todas as atividades de comunicação são em espanhol e em inglês, de modo que os dois mercados possam colocar em prática suas decisões de investimentos com base nas mesmas informações. Desse modo, a empresa mantém uma comunicação aberta e digna de confiança nos dois mercados, garantindo a coerência das comunicações
- Manter a diretoria executiva e o conselho de administração da empresa informados: a equipe de RI prepara relatórios trimestrais que incluem uma análise comparativa dos resultados, inclusive, em relação aos concorrentes mais importantes. Os relatórios ajudam os diretores executivos a identificar e definir diferenciais operacionais que possam ajudar a empresa a criar uma mensagem mais sólida para a comunidade financeira e outros representantes
- Manter e atrair novos investidores: duas vezes por ano, a equipe de RI realiza uma análise de percepção e de direcionamento. Isso ajuda a definir um plano de contato contínuo. E também aumenta a exposição da companhia em mercados de capitais. A análise de direcionamento ajuda a empresa a identificar as fontes de demanda, diversificar a base de acionistas e gerar atividades comerciais e liquidez, tornando as atividades de RI mais eficazes
- Organizar *road shows* (apresentações itinerantes): com base no direcionamento aos diversos públicos-alvo, a equipe de RI planeja um *road show* não associado a negociação de papéis (*non deal roadshow*). O presidente executivo e o diretor financeiro (CFO), junto com a equipe de RI, reúnem-se com os mais importantes investidores da empresa para atualizá-los sobre a estratégia da empresa e para ampliar e aprofundar o conhecimento deles sobre o setor de construção de casas

Uma vez por ano, junto com as outras quatro empresas de capital aberto do ramo de construção de casas no México, a Homex patrocina o “*Mexican Housing Day*” (o Dia Mexicano de Construção de Casas), para aumentar o entendimento da comunidade de investimentos sobre o setor naquele país. Os eventos incluem apresentações por parte de representantes de órgãos governamentais que fornecem atualizações sobre o estado atual do setor e perspectivas futuras. Esse evento vem ocorrendo há cinco anos consecutivos em Nova York e nos dois últimos anos em Londres, tendo sido bem recebido e causando impacto favorável. A equipe de RI da Homex desempenha um papel crucial na organização desses programas.

O grupo também prepara o “*Homex Day*” anual da empresa, para o qual os principais acionistas e analistas são convidados. Esse dia é uma oportunidade de compartilhar com atores importantes mais informações sobre a história da Homex, os princípios básicos do negócio e o setor de construção de casas em geral.

O *website* também se tornou um importante canal de comunicação. Os investidores confiam plenamente no *site* para verificar dados da empresa, pesquisar informações financeiras, avaliando e reiterando o investimento feito por eles na empresa. Em 2007, a Homex ganhou o primeiro lugar pelo Melhor *Website* de Relações com Investidores. A empresa também recebeu da IR Global Rankings o prêmio de Melhor Processo de Divulgação de Informação sobre Lucros do México.

A equipe de relações com investidores da Homex ajuda a companhia a explorar outras oportunidades para ganhar exposição adicional. Por exemplo, a empresa tem uma forte presença nas principais conferências de analistas todos os anos, uma vez que representam uma excelente maneira de comunicar-se com os acionistas e de se reunir com novos investidores interessados na empresa.



Este capítulo abordou de forma detalhada as questões associadas ao desenvolvimento de melhorias específicas de governança corporativa. É um processo complexo. Apesar de haver semelhanças entre as empresas, a determinação da abordagem de uma empresa específica depende de seu conjunto exclusivo de circunstâncias. Para ajudar as empresas nesse processo, um questionário de padrões de referência é fornecido no Apêndice 3. Esse questionário é uma ferramenta de autoavaliação, composto de 100 questões, que auxilia as companhias a identificar as lacunas e as necessidades específicas de governança corporativa e também a definir e refinar suas abordagens.

## Para reflexão e discussão

- ▶ Com base na discussão anterior sobre a composição, o desempenho e o monitoramento do conselho de administração, pense na sua própria empresa e sobre como você abordaria isso. De que tipos de melhorias no conselho você precisaria com base nas circunstâncias da sua empresa?
- ▶ Identifique algumas formas para tornar suas assembleias de acionistas mais inclusivas para um número maior de acionistas com base nas experiências das empresas do Círculo de Companhias.
- ▶ Que tipos de transparência e melhorias de divulgação de informações são necessários na sua empresa? Identifique algumas etapas para efetuar tais melhorias.
- ▶ Quão eficazes são as comunicações da sua empresa? Faça uma lista das maneiras de melhorar as suas comunicações.



# 5

## DESAFIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS FAMILIARES





## Capítulo 5

# Desafios de governança corporativa nas empresas familiares



### PRINCIPAIS MENSAGENS

**Até certo ponto, o controle familiar produz benefícios.** Experiência e pesquisa acadêmica de muitas empresas e investidores mostram que um certo grau de propriedade/controlado familiar oferece benefícios às companhias familiares e seus acionistas.

**As empresas de propriedade familiar enfrentam desafios únicos.** Contudo, muitas falhas de empresas familiares indicam que estas também enfrentam um grande número de desafios que ameaçam destruir o valor para os acionistas ou até a própria companhia.

**As medidas de governança corporativa levam ao sucesso de longo prazo e mantêm a paz na família.** As medidas de governança corporativa junto à família e à empresa fornecem boas soluções para os desafios da propriedade familiar e geralmente são indispensáveis para o sucesso de longo prazo do negócio — e, para a paz na família controladora, principalmente nas gerações seguintes.

*“... Temos duas opções; não existe decisão certa ou errada nem uma que seja melhor do que a outra. Mas o que for preciso fazer será definitivo. Não existe volta. Podemos continuar sendo uma empresa familiar, como na época do meu avô e do meu pai, ou podemos nos tornar uma companhia profissional com uma estratégia de mercado de capitais forte e clara.”*



— **David Feffer**, Suzano, Presidente do Conselho, falando a seus parentes após a morte de seu pai

As empresas de propriedade ou controladas por famílias são a principal forma de organização de negócios nos países da América Latina, mesmo entre as grandes companhias de capital aberto: um estudo recente do Brasil revelou que 51,5% das 200 maiores listadas são controladas por famílias.<sup>59</sup>

Essa predominância de empresas familiares configura desafios e oportunidades específicos de governança corporativa nem sempre considerados em mercados onde a propriedade é dispersa e a diretoria executiva é composta principalmente por especialistas externos e contratados. Mas, para os mercados da América Latina, qualquer discussão de melhorias na governança corporativa deve abordar os desafios singulares das empresas familiares.

Este capítulo examina:

- › Como os investidores veem as empresas familiares e os benefícios do controle familiar
- › Desafios associados ao controle familiar
- › Soluções de governança corporativa para tratar das preocupações dos investidores referentes à propriedade familiar
- › Histórias em primeira mão de desafios de governança corporativa em empresas familiares

## 1 Vantagem da empresa familiar

A propriedade familiar pode ser considerada uma oportunidade ou uma ameaça, dependendo de diversos fatores. A propriedade familiar e o comprometimento com o negócio podem ser entendidos como adição de valor, desde que a empresa e a família controladora possam responder às preocupações da comunidade de investidores.

Os investidores, tanto acionistas quanto credores, podem olhar com desconfiança para as empresas controladas por famílias, por causa do risco de a controladora prejudicar os direitos dos outros acionistas. Sendo assim, os investidores provavelmente examinarão tais companhias com cuidado, antes de arriscar dinheiro e fazer investimentos.

Existe um longo e célebre histórico de empresas familiares com propriedade altamente concentrada, transparência deficiente, além de ausência de prestação de contas e de princípios de equidade que causaram prejuízo aos direitos de acionistas minoritários.<sup>60</sup>

Do ponto de vista de um investidor, o principal é estabelecer as condições certas de governança corporativa, de modo que os aspectos positivos da propriedade familiar sejam vinculados a garantias de que os interesses dos investidores serão reconhecidos e abordados.

A percepção dos investidores sobre concentração da propriedade e o valor associado a isso são demonstrados em um relatório sobre empresas de mercados emergentes publicado no início de 2007 pelo Citigroup Global Markets. A análise sugere que os investidores coloquem um ágio de valorização de 3% em empresas nas quais pessoas vinculadas à família exerçam um controle significativo, mas não absoluto. Por outro lado, para empresas de mercados emer-

<sup>59</sup> SILVEIRA, A. Di M. da; LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; BARROS, L. A. B.. Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. *SSRN Working Paper Series*. 2007. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=995764>>.

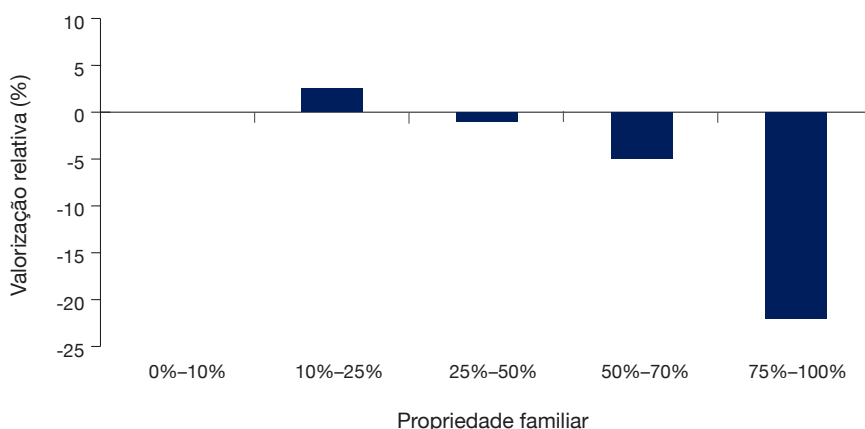
<sup>60</sup> LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3-27, 2000.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Board composition: balancing family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Sciences Quarterly*, v. 49, p. 209-237, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=590305>>.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. Expropriation of minority Shareholders: evidence from East Asia. *Mimeo, World Bank Research Paper 2088*, p. 33, 1998.

gentes nas quais famílias são acionistas majoritários, os investidores atribuem um desconto de valorização de 5 a 20%. Consultar a Figura 5.1.

**Figura 5.1 Valorização relativa pela propriedade familiar nos mercados emergentes<sup>61</sup>**



Fontes: FactSet e Grupo de Estratégia Financeira do Citigroup

**A pesquisa quantifica o valor de uma boa governança corporativa nas empresas familiares.** Em um estudo realizado pelo professor Panikkos Poutziouris,<sup>62</sup> do *Cyprus Institute of Management* (Instituto Cyprus de Gestão), entre 42 companhias na Bolsa de Valores de Londres, as empresas familiares listadas apresentaram desempenho superior às suas rivais não-familiares em 40% de 1999 a 2005. Mas o estudo mostra também que o desempenho superior do *Family Business Index* (Índice de Empresas Familiares) somente se aplica quando os interesses dos acionistas e da diretoria executiva estão alinhados.

A pesquisa do Credit Suisse<sup>64</sup> também mostrou que as empresas de propriedade familiar têm um desempenho melhor: no longo prazo, estas tendem a obter rendimentos superiores e uma maior lucratividade do que as companhias com uma estrutura de acionistas fragmentada. Os analistas do Credit Suisse compararam o desempenho das ações das empresas europeias com forte influência familiar às daquelas com uma base ampla de acionistas. O estudo não incluiu diversos fatores que contribuem para o sucesso das empresas familiares:

- Foco estratégico de prazo mais longo da diretoria executiva e dos acionistas controladores, em vez do foco operacional na tentativa de ultrapassar os resultados trimestrais
- Melhor alinhamento dos interesses dos acionistas e da diretoria executiva
- Foco nas atividades principais

<sup>61</sup> CITIGROUP GLOBAL MARKETS. *What investors want: how emerging market firms should respond to the global investor*. 2007. Esse relatório examina padrões de acionistas entre as 1.500 maiores listadas nos mercados emergentes (as "EM 1500"). As EM 1500 representam as 1.500 maiores em capitalização de mercado em USD no final de 2005. São um subconjunto dos índices Citigroup/BMI e IFC que compõem essencialmente todas as empresas listadas com uma capitalização de mercado acima de US\$ 300 milhões na Ásia (excluindo o Japão), na Europa Central e Oriental, no Oriente Médio, na África e na América Latina. Todos os dados financeiros relativos às EM 1500 são da Bloomberg.

<sup>62</sup> POUTZIOURIS, P. Z. Views of family companies on venture capital: empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. *Family Business Review*, v. 14, n. 3, p. 277–291, 2004.

<sup>63</sup> A empresa familiar foi definida pelo estudo como aquela onde pelo menos 10% das ações pertencem à família fundadora e que também possui um membro da família no conselho.

<sup>64</sup> Credit Suisse Family Index, 2007.

Anderson e Reeb descobriram um resultado semelhante, quando investigaram o vínculo entre a propriedade das famílias fundadoras e o desempenho das grandes empresas norte-americanas de capital aberto listadas na S&P 500 em 2003.<sup>65</sup> A principal descoberta: as empresas familiares superaram aquelas não controladas por famílias e também tiveram valorizações maiores.

A pesquisa mostra que as empresas familiares podem gerar valor para todos os acionistas, com base em diversos fatores, conhecidos como 'a vantagem das companhias familiares.' É isso que atrai muitos investidores a aplicar seu dinheiro em empresas de propriedade/controladas por famílias:

- › Visão de longo prazo em tomada de decisões
- › Capacidade e disposição para adotar estratégias não convencionais, permitindo que as empresas familiares respondam rapidamente à mudança das circunstâncias de mercado e fornecendo a flexibilidade para aproveitar oportunidades e tratar dos riscos emergentes
- › Desejo de criar um negócio para as gerações futuras, que se traduz em foco na sustentabilidade e redução do risco de os acionistas controladores dilapidarem os ativos da empresa e destruírem seu valor
- › Comprometimento da diretoria familiar com relação à empresa, fornecendo continuidade no modo como o negócio é conduzido

*“Estou certo de que elevados padrões éticos e uma boa governança corporativa nos negócios geram valor e aumentam a confiança dos investidores públicos.”*

**—Eustaquio de Nicolás Gutierrez,**  
Homex, Presidente do Conselho de Administração



Diversas companhias do Círculo têm uma significativa experiência na área de governança de empresas familiares. Esse é um ponto importante.

### **A Homex implementa práticas de governança corporativa**

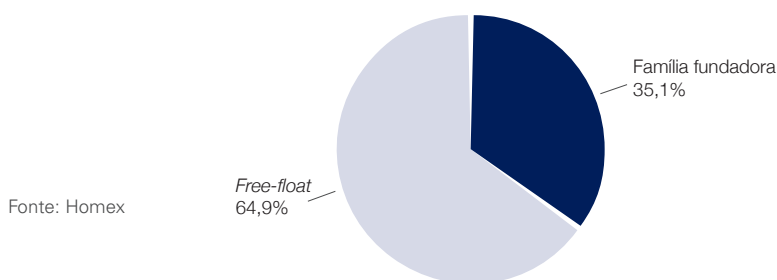
Com o objetivo de gerar valor para todos os acionistas, a **Homex** tem implementado uma série de práticas de governança corporativa.

Desde que se tornou uma companhia de capital aberto em 2004, a família controladora mantém uma participação considerável na empresa. Mesmo assim, cedeu uma parcela maior de ações para negociação pública ao longo dos anos: a Oferta Pública Inicial (IPO) de 2005 foi lançada com 22,2% de ações disponíveis para aquisição. Hoje, outros acionistas detêm 64,9%<sup>66</sup> do controle acionário, conforme demonstra a Figura 5.2.

<sup>65</sup> ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Board Composition: Who monitors the family. *SSRN Discussion Papers*, 2003. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=369620>>.

<sup>66</sup> A partir de 31 de outubro de 2008.



**Figura 5.2 A estrutura de propriedade da Homex**

Essa estrutura de propriedade demonstra o compromisso da família de Nicolás com o mercado mexicano de construção de casas e a confiança na prosperidade continuada da empresa e na capacidade de criar valor para todos os seus acionistas. Por outro lado, a família controladora da Homex constatou que essa abordagem repercute em outros investidores, proporcionando-lhes uma maior confiança na empresa.

A Homex procurou fazer o melhor para garantir a todos os acionistas que seus direitos e interesses sejam adequadamente protegidos com a introdução de altos padrões corporativos em seus estatutos que enfocam a proteção dos direitos dos investidores minoritários. Além disso, a Homex nunca adotou medidas como práticas preventivas de aquisições hostis, diluição acionária ou existência de diferentes tipos de ações com diferentes privilégios de votação.

Os líderes da Homex veem vantagens adicionais em ter 35,1% do controle acionário da empresa como:

- Alinhamento dos interesses dos acionistas, o que propicia melhores processos de decisão
- Atração de investimentos e aumento da liquidez das ações
- Aumento da confiança dos investidores: elevado percentual de ações no mercado proporciona aos investidores minoritários a confiança de que um grupo dominante não tomará decisões contrárias a seus interesses, um fator importante no sucesso da Homex

*“Para trilhar o caminho da verdadeira institucionalização e para criar valor com isso, é preciso um poderoso nível de comprometimento, controle interno. As elevadas práticas de governança corporativa são ferramentas cruciais para realizar esse trabalho.”*



—**Gerardo De Nicolás**, Homex, Presidente Executivo

## 2 Desafios de governança corporativa nas empresas familiares

Além das vantagens já descritas, as empresas familiares também se deparam com um conjunto de desafios que precisam enfrentar para obter a confiança dos investidores e, em muitos casos, tornar a empresa sustentável no longo prazo.

Ao longo dos anos, inúmeros estudos acadêmicos têm considerado alguns desses desafios e pontos fracos:

- › Em 1988, Holderness e Sheehan<sup>67</sup> descobriram que, entre as grandes companhias norte-americanas, as empresas familiares têm valor de mercado inferior ao das não familiares<sup>68</sup>
- › Em 2001, Pérez-González descobriu que o mercado de ações reage negativamente à nomeação dos herdeiros de famílias como diretores executivos<sup>69</sup>
- › Em 2004, Villalonga e Amit relataram que o controle familiar apresenta deficiências específicas quando os descendentes participam da diretoria executiva<sup>70</sup>

Assim, mesmo se as empresas familiares forem reconhecidas como um ativo valioso, os riscos associados à concentração podem afastar outras fontes de financiamento, reduzindo o valor da empresa ou restringindo os termos de crédito disponíveis.

O principal desafio da governança corporativa das empresas familiares refere-se à camada adicional de relacionamentos que a família controladora/proprietária traz para o negócio. Para os acionistas, essa complexidade inclui o entendimento das diversas interconexões entre os integrantes da família controladora/proprietária. Essas relações incluem:

- › Membro da família/proprietários
- › Membro da família/membros do conselho
- › Membro da família/diretores executivos
- › Membro da família/empregados
- › Membros da família que não são acionistas, mas são herdeiros da família ampliada
- › Membros da família com algum tipo de combinação dessas funções

Geralmente, as empresas familiares na primeira geração e, às vezes na segunda, são geridas pelos fundadores e outros parentes. Essas empresas enfrentam o desafio de atrair bons especialistas para assumir cargos na diretoria executiva. Enfrentam dificuldades ainda maiores na retenção de tais profissionais qualificados. A relação entre família/diretores executivos e profissionais não pertencentes à família deve ser muito bem urdida para manter o bom funcionamento da equipe de diretoria executiva e levar a empresa ao sucesso.

As relações entre os familiares acionistas e investidores não pertencentes à família também constituem desafios. Os investidores externos não familiares geralmente têm uma importante influência sobre o esquema de governança corporativa da empresa familiar. Suas visões sobre governança corporativa são convergentes devido à globalização econômica e ao surgimento de investidores globais.

Apesar da convergência dos padrões de governança corporativa na competição por capital, provavelmente continuarão a existir diferenças de um país para outro e entre os diferentes

<sup>67</sup> HOLDERNESS, C. G.; SHEEHAN, D. P. The role of majority shareholders in publicly held corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 317–346, 1988.

<sup>68</sup> O estudo mediu o “Q de Tobin” das empresas, um substituto do valor de mercado corporativo calculado como o valor de mercado dos ativos da empresa dividido pelo valor de substituição dos ativos.

<sup>69</sup> PEREZ-GONZALEZ, F. Does inherited control hurt firm performance? *Working paper Columbia University*, 2001.

<sup>70</sup> AMIT, R.; VILLALONGA, B. Benefits and costs of control—enhancing mechanisms in U.S. family firms. *SSRN Working Paper*, 2006.

setores da indústria. Existe também uma tendência de padronização do entendimento de boa governança corporativa para investidores e mercados de capitais internacionais. Observação de um investidor em resposta a um estudo global de 2006 sobre investidores institucionais:<sup>71</sup>

*“Os mercados globais de capitais têm se tornado mais integrados. A governança corporativa torna-se um tema comum na comunidade de investimentos globais. Ela pode funcionar como uma ferramenta de triagem para selecionar os candidatos à carteira. Além disso, pode também funcionar como um padrão de referência para nossa carteira de investimentos.”— Investidor Institucional 2006*

Esse estudo, da subsidiária da RiskMetrics, também descobriu que a maioria dos investidores diz que a governança corporativa é mais importante hoje do que três anos atrás. Afirmam ainda que a governança corporativa irá se tornar mais importante nos próximos três anos, inclusive para as empresas familiares. Os investidores dão alto valor à governança corporativa, à proteção dos acionistas minoritários e à transparência. Como resultado, desejam que as empresas familiares tenham estruturas e processos que sejam globalmente reconhecidos como boas práticas, sem necessariamente levar em conta as condições específicas de governança das companhias familiares.

Além disso, as empresas controladas por famílias geralmente se deparam com uma escolha difícil, quando se confrontam com a necessidade de financiar o crescimento por meio da atração de capital: devem ceder o controle parcial a acionistas externos e mudar seus antigos hábitos e maneiras de administrar o negócio, promovendo melhorias tangíveis na governança corporativa em troca de capital de crescimento?

Essa discussão mostra que as empresas familiares consideram várias questões conflitantes quando competem por recursos com companhias globais, principalmente em países com instituições, estruturas normativas e mecanismos de execução que não inspiram a confiança de investidores. Existem outros desafios também:

- ▶ Quase sempre, especialmente durante os estágios iniciais de entrada em operação das empresas familiares, as relações entre o negócio e a família não são claramente diferenciadas. Isso é particularmente verdadeiro com referência a contas e relações financeiras, sendo que os ativos da companhia e da família não são legalmente separados. Isso causa problemas na distinção dos ativos da empresa e como esses ativos podem ser usados pela família na condição de acionista.
- ▶ As políticas existentes associadas à governança corporativa são, via de regra, informais. Isso pode gerar confiança em pessoas-chave e não nas estruturas e processos. Tais entendimentos “comuns” podem não ser tão universalmente mantidos ou entendidos, quando a situação muda. Como resultado, poderia ocorrer uma certa incerteza por parte dos investidores externos e dos empregados que não são da família.
- ▶ Os pontos fracos nos sistemas de governança corporativa das empresas familiares são mais evidentes em controles internos, auditoria interna e gestão de risco. Uma vez que muitas companhias familiares são geridas pelos fundadores ou por seus filhos, o ambiente

<sup>71</sup> 2006 ISS Global Institutional Investor Study, estudo realizado pela subsidiária da RiskMetrics, Institutional Shareholder Services (ISS), 2006. Reproduzido de acordo com a permissão do RiskMetrics Group, Inc. © 2006–2009 RiskMetrics Group, Inc. Todos os direitos reservados.

de controle é amplamente adaptado às suas necessidades. O problema: os controles não crescem junto com a companhia à medida que o negócio torna-se mais complexo. Essa lacuna é uma importante área de preocupação para investidores externos.

- › Os desafios de governança corporativa aumentam à medida que a família e a empresa tornam-se mais complexos a cada geração.

### 3 Soluções de governança corporativa para os desafios das empresas familiares

Esta seção aborda diversas soluções de governança corporativa para os desafios exclusivos de empresas de propriedade familiar e abrange diversos tópicos:

- › Diferenciação de soluções de governança corporativa em diferentes estágios da propriedade familiar
- › Instituições de governança familiar
- › Documentos de governança familiar
- › Soluções específicas para alguns desafios de governança familiar
- › Planejamento da sucessão em empresas familiares
- › Estudo de caso: **Ultrapar**

Para tratar dos desafios detalhados na seção anterior, as empresas familiares têm apresentado muitas soluções de governança corporativa que são específicas para suas estruturas de propriedade.

Uma pesquisa publicada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 2006, analisou quinze companhias controladas por famílias e descobriu que essas empresas tinham cinco motivações principais para buscar melhorias em suas políticas e práticas de governança corporativa:<sup>72</sup>

- › Institucionalizar e perpetuar o modelo de negócios
- › Fornecer os meios para implementar o plano estratégico definido
- › Adicionar valor para os acionistas
- › Aumentar o potencial de atração de financiamento, fontes de crédito e acionistas
- › Melhorar a imagem da empresa no exterior, facilitando a globalização e atingindo uma base de investidores estrangeiros

O estudo fornece uma clara evidência do valor da boa governança corporativa para tais empresas. A amostra era composta por companhias listadas com determinados níveis de liquidez. Também atendiam a um determinado padrão de prática de governança corporativa relativamente avançado. A pesquisa encontrou uma correlação positiva relevante entre a qualidade da governança corporativa nessas empresas e o sucesso operacional e de mercado.

As companhias analisadas são maiores em média e valem mais, além de possuir múltiplos de mercado mais elevados. São operacionalmente mais lucrativas e com mais liquidez. Essas empresas pagam dividendos mais altos. E são mais solventes no curto prazo e mais influentes do que a média de todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA. O estudo também concluiu que as empresas analisadas geralmente seguem práticas de governança corporativa melhores do que uma empresa média listada na BM&FBOVESPA.

---

<sup>72</sup> IBGC — Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Governança corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006. As empresas analisadas incluem Gerdau, Gol, Itaú, Klabin, Localiza, Marcopolo, Natura, NET, Pão de Açúcar, Randon, Sadia, Saraiva, Suzano, Ultrapar e Weg.

As empresas familiares do Círculo de Companhias têm enfrentado um conjunto semelhante de motivações. As histórias a seguir fornecem ilustrações concretas dos motivos para o início de melhorias na governança corporativa em empresas familiares e os benefícios conquistados por parte das famílias controladoras, da empresa familiar e dos investidores externos.

*“Não conheço casos de famílias na América Latina que tenham se tornado mais unidas por causa de dinheiro, mas conheço muitos casos de famílias que destruíram as empresas por causa de dinheiro. A lição a ser aqui aprendida é que o que une os acionistas é o valor da empresa, independentemente do fato de serem eles familiares, acionistas institucionais ou investidores externos aos grupos controladores.”*



—Roque Benavides, Buenaventura, Presidente Executivo

### **A Buenaventura passa de empresa controlada por família para companhia gerida por profissionais**

Na América Latina, assim como em qualquer lugar, as brigas de família têm destruído valor e empresas em detrimento de todos. A **Buenaventura** iniciou a trajetória em direção à melhoria da governança corporativa como uma maneira de evitar essa situação, transformando a companhia de um negócio administrado pela família em uma empresa gerida por profissionais. Com foco no alinhamento dos objetivos da família com os dos acionistas de longo prazo e maximizando, assim, o valor para todos os acionistas e implementando uma boa governança corporativa, os fundadores da companhia e seus sucessores acreditam que evitaram o tipo de discórdias familiares que poderia prejudicar ou destruir a empresa.

Por ser listada nas Bolsa de Valores de Nova York e Lima, seus líderes observaram que os investidores realmente se preocupam com a governança corporativa e que a adoção de tais práticas vale a pena. A empresa passou por uma completa mudança cultural, afetando todos os acionistas, incluindo os familiares, para focar os benefícios como um todo. Os objetivos da família em relação aos da empresa e dos acionistas não familiares são os mesmos, já que estão todos interessados em aumentar o valor para os acionistas.

### **Mudança de gerações na Ferreyros**

A mudança significativa dessa empresa no modelo de propriedade e no controle ao longo do tempo baseia-se em fatores familiares. A primeira geração de sócios-fundadores passou o controle acionário para a segunda geração. Mas nem todos os parentes da segunda geração da família queriam participar da empresa, uma vez que os herdeiros tinham outros interesses em termos de carreira e de vida. Assim, os proprietários optaram por mudar a diretoria executiva da companhia para gestores profissionais não familiares e criar uma ampla e diversificada base

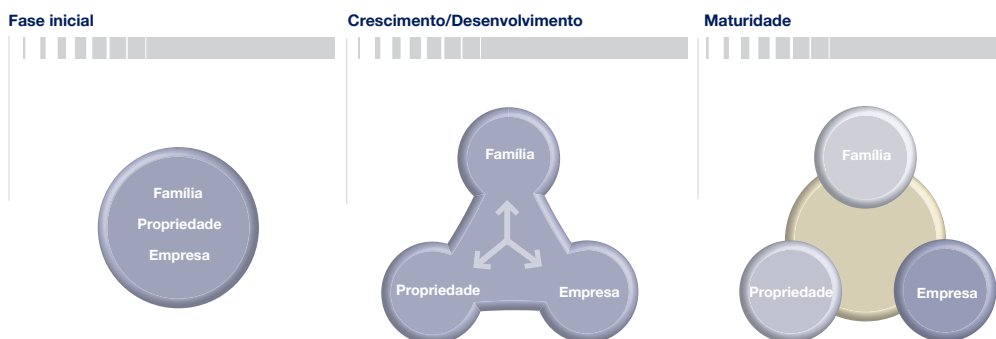
de acionistas. Para facilitar a transferência da participação na empresa para novos donos, a **Ferreiros** registrou suas ações na Bolsa de Valores de Lima, uma iniciativa que exigiu a implementação de melhorias de governança corporativa para atrair investimentos e aumentar os controles e desempenho da organização.

### 3.1 Distinção das soluções de governança corporativa em diferentes estágios de propriedade da empresa familiar

As soluções de governança corporativa que as empresas familiares podem adotar variam, dependendo do estágio de propriedade da família controladora. Algumas estruturas e processos são adaptados a situações nas quais existe uma única pessoa, o fundador/patriarca, responsável pela empresa. Outras soluções são mais apropriadas quando a próxima geração assume a companhia. E um terceiro conjunto de soluções de governança corporativa é mais adequado para empresas controladas por gerações mais recentes da família.

O professor da Universidade de Harvard, John Davis, desenvolveu um modelo para ajudar a entender a evolução em três fases das empresas familiares, apresentado na Figura 5.3.<sup>73</sup> A fase inicial, na qual todas as dimensões são concentradas em uma família, grupos de famílias ou no fundador individual, é conhecida como o “estágio dos fundadores.” Com o passar do tempo, a empresa cresce e faz a transição do controle acionário para a próxima geração, um estágio denominado “sociedade entre irmãos.” Com o passar de mais tempo, a empresa faz a transição do controle acionário para as novas gerações, atingindo maturidade, um estágio que Davis denomina a “confederação de primos.” De acordo com o modelo, quando a empresa atinge a maturidade, o desafio é renovar e reciclar para a companhia continuar em frente.

**Figura 5.3 Desenvolvimento e transição das empresas familiares ao longo do tempo**



Fonte: Better Governance, baseado em GERSICK, Kelin E., DAVIS, John A., HAMPTON, Marion M. e LANSBERG, Ivan I. De geração em geração: ciclos de vida das empresas familiares, 1997

<sup>73</sup> GERSICK, K. E.; DAVIS, J. A.; HAMPTON, M. M.; LANSBERG, I. *Generation to generation: life cycles of the family business*. Boston: Harvard Business School Press, 1997.



## Para consideração

Lembre-se de que o que funciona em um estágio desse ciclo de propriedade geralmente não funciona bem nos outros estágios. Sendo assim, as famílias controladoras devem observar com atenção as soluções de governança corporativa recomendadas para seu estágio particular de desenvolvimento.

A solução de governança corporativa escolhida por você para sua empresa familiar depende do estágio do controle acionário em que a sua companhia se encontra.

### 3.2 Instituições de governança familiar

A transferência dos valores e do conhecimento do negócio por parte dos fundadores para as gerações futuras torna-se mais difícil à medida que a família cresce. O desafio é manter as gerações e todos os herdeiros unidos e com os interesses alinhados com o passar dos anos. Quando as famílias chegam à terceira e à quarta gerações, os parentes podem mal se conhecer uns aos outros. É mais difícil manter os interesses alinhados dentro de uma família grande, principalmente considerando-se que a demanda para a criação de riqueza para as gerações futuras aumenta com o passar do tempo.

Com a intensificação da competição por recursos e poder dentro da família, torna-se cada vez mais difícil manter um objetivo comum. Como uma família mantém uma visão compartilhada sobre a empresa? Todos os tipos de visões divergentes podem surgir: sobre propriedade, sobre o nível de controle que a família pretende manter, sobre o envolvimento da família na governança da empresa, quer por meio do conselho de administração ou da diretoria executiva.

A boa notícia: existe ajuda disponível. Os consultores das empresas familiares e os grupos focados em governança corporativa dizem que diversas publicações facilmente acessíveis podem ajudar as famílias e suas companhias a descobrir as respectivas respostas a essas e a outras questões relevantes. O *IFC Family Business Governance Handbook*<sup>74</sup> (*Manual de Governança Corporativa de Empresas Familiares*), publicado pela Corporação Financeira Internacional (IFC), recomenda o estabelecimento de instituições de governança familiar que possam ajudar a fortalecer a harmonia entre os parentes e sua relação com a companhia.

O manual, com o objetivo de orientar as famílias quando iniciam as melhores práticas de governança nos níveis corporativo e familiar, sugere que, ao permitir que os familiares reúnam-se sob uma ou mais estruturas organizadas, os vínculos de comunicação entre eles e seu negócio são fortalecidos. Essa abordagem também fornece oportunidade aos parentes para formarem redes e discutirem questões associadas à empresa e à família. A Tabela 5.4 destaca os tipos de estruturas de governança corporativa que as famílias podem estabelecer, dependendo do estágio de desenvolvimento da empresa. Além das estruturas associadas à governança corporativa apresentadas na tabela a seguir, as famílias podem levar em conta o estabelecimento de outras estruturas, como escritório familiar, comitê de Educação, comitê de Resgate de Ações e comitê de Plano de Carreira.

<sup>74</sup> IFC — International Finance Corporation. Family business governance handbook. 2008. Disponível em: <[http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family+Business\\_Second\\_Edition\\_English+/\\$FILE/English\\_Family\\_Business\\_Final\\_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family+Business_Second_Edition_English+/$FILE/English_Family_Business_Final_2008.pdf)>, p. 31–32.

**Tabela 5.4 Instituições de governança familiar**

	<b>Reunião de família</b>	<b>Assembleia familiar</b>	<b>Conselho de família</b>
<b>Estágio</b>	Fundador	Sociedade entre irmãos/ confederação de primos	Sociedade entre irmãos/ confederação de primos
<b>Situação</b>	Geralmente informal	Formal	Formal
<b>Associação</b>	Geralmente aberta a todos os integrantes da família. Critérios adicionais sobre associação podem ser definidos pelo fundador	Geralmente aberta a todos os familiares. Critérios adicionais sobre associação podem ser definidos pela família	Membros da família eleitos pela assembleia familiar. Critérios de seleção definidos pela família
<b>Tamanho</b>	Tamanho pequeno, uma vez que a família ainda encontra-se no estágio do fundador. Geralmente de seis a doze familiares	Depende do tamanho da família e dos critérios de associação	Depende dos critérios definidos para a associação. Teoricamente, de seis a doze familiares
<b>Número de reuniões</b>	Depende do estágio de desenvolvimento do negócio. Quando está crescendo rapidamente, pode ter a frequência de uma vez por semana	Uma a duas vezes por ano	Duas a seis vezes por ano
<b>Principais atividades</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Comunicação dos valores e da visão da família</li> <li>› Discussão e geração de novas ideias do negócio</li> <li>› Preparação da próxima geração de líderes do negócio</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Discussão e comunicação de ideias, divergências e visão</li> <li>› Aprovação das principais políticas e procedimentos referentes à família</li> <li>› Educação dos herdeiros sobre questões de negócios</li> <li>› Eleição do conselho de família e dos membros de outros comitês</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Resolução de conflitos</li> <li>› Desenvolvimento das principais políticas e procedimentos referentes à família</li> <li>› Planejamento</li> <li>› Educação</li> <li>› Coordenação do trabalho com a direção executiva e o conselho de administração e equilíbrio do negócio e da família</li> </ul>

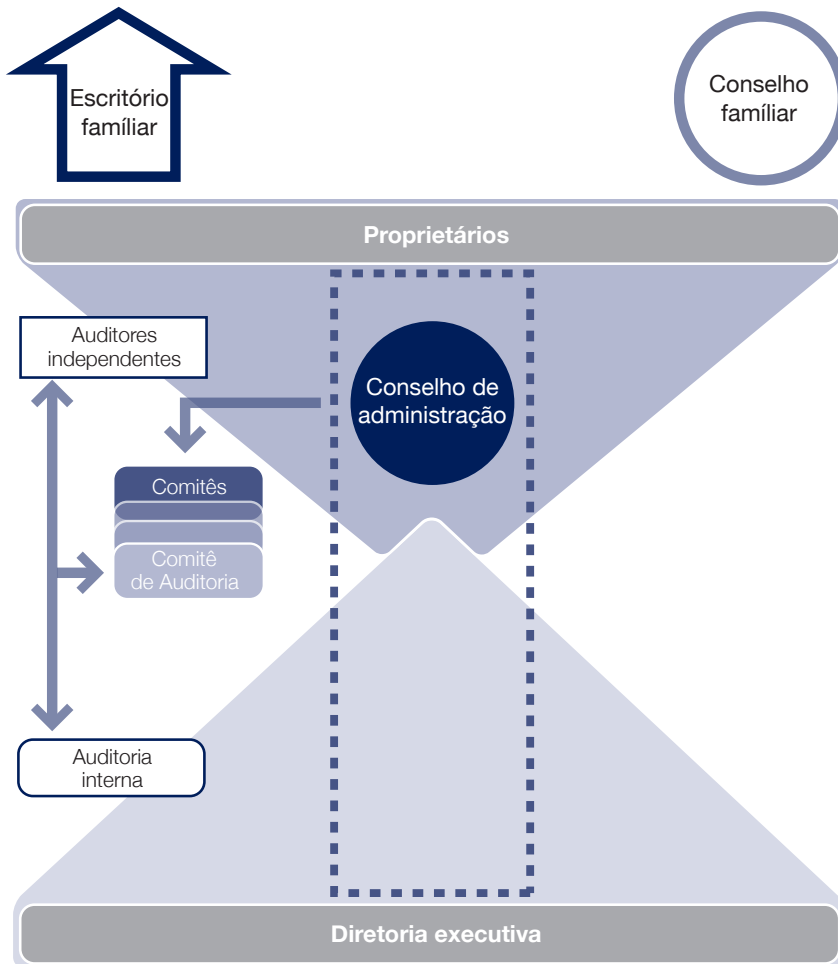
Fonte: Manual de Governança Corporativa de Empresas Familiares da IFC

A Figura 5.5 mostra que, uma vez alcançado o estágio de “confederação de primos”, ao optar por renovação e reciclagem, a empresa adota práticas de boa governança e a família, a criação do escritório familiar e do conselho de família.<sup>75</sup> Essa ação separa as diversas dimensões e estabelece práticas que geram uma maior transparência e a confiança das pessoas de fora. Esse estágio envolve as instituições de governança familiar

<sup>75</sup> O escritório de família é um centro administrativo e de investimentos que é organizado e supervisionado pelo conselho de família, geralmente em famílias grandes e ricas. O escritório é o mecanismo pelo qual é fornecida assessoria sobre planejamento de investimentos pessoais, impostos, cobertura de seguro, administração patrimonial, aconselhamento de carreira e outros tópicos de interesse dos familiares. Para obter mais detalhes, ver: IFC — International Finance Corporation. Family business governance handbook. 2008. Disponível em: <[http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Attachments/ByTitle/Family+Business\\_Second\\_Edition\\_English+\\$FILE/English\\_Family\\_Business\\_Final\\_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Attachments/ByTitle/Family+Business_Second_Edition_English+$FILE/English_Family_Business_Final_2008.pdf)>, p. 32–33.



**Figura 5.5 A estrutura de governança corporativa de empresas controladas por famílias com boas práticas**



Fonte: *Better Governance*

e as estruturas de governança corporativa de negócios mais extensivas. A boa comunicação entre os dois conjuntos de estruturas é crucial para a empresa e para a paz da família.

### 3.3 Documentos de governança familiar

Para funcionar bem, as estruturas e as instituições de governança familiar requerem um certo grau de formalização para funcionar bem. À medida que as famílias adotarem políticas para a abordagem do negócio e da governança da empresa, deverão formalizar esses esforços em documentos que serão diferentes, dependendo do seu estágio de propriedade.

Geralmente, nos estágios iniciais, quando a empresa é governada pelo fundador ou por seus filhos, muitos aspectos da governança familiar e da companhia são informais. Quaisquer esforços de formalização referem-se, em sua maioria, ao próprio negócio. As primeiras tentativas de políticas escritas são geralmente pequenos documentos que definem uma missão e uma visão geral da família com relação à empresa.

O próximo nível de formalização traz a necessidade de desenvolver uma política de emprego familiar. Isso torna-se mais aparente quando a companhia atinge o estágio de sociedade entre irmãos. A política de emprego familiar define regras claras sobre os termos e as condições de emprego familiar na empresa. Para algumas famílias, essas regras estipulam as condições de entrada, retenção e saída do negócio. A política também deve abranger o tratamento dos empregados da família em comparação com os empregados não familiares.<sup>76</sup>

Na terceira, quarta e gerações seguintes, as empresas familiares mal conseguem sobreviver a menos que políticas completas de governança familiar sejam escritas e comunicadas dentro da família e do negócio, assim como às partes interessadas externas. O documento que abrange todas essas políticas é geralmente denominado constituição familiar. Esse documento expressa os princípios da família referentes ao comprometimento com os valores essenciais, a visão e a missão do negócio. Geralmente define os papéis, as composições e as funções das instituições de governança familiar e os próprios órgãos de governança corporativa da empresa, como a assembleia dos acionistas, o conselho de administração e a diretoria executiva.<sup>77</sup>



### Para consideração

A criação de uma constituição familiar codificará todas as políticas de governança corporativa referentes à sua família.

## 3.4 Soluções específicas para alguns desafios à governança familiar

Uma vez que as empresas focam a manutenção de todos os benefícios proporcionados pela propriedade familiar e o complemento deles com processos e estruturas de boa governança corporativa para aumentar a competitividade e promover o crescimento, elas enfrentarão desafios.

As soluções usadas incluirão mecanismos para:

- › Separar funções de propriedade, controle e diretoria executiva
- › Criar escritórios familiares para esclarecer os limites entre as contas da família e as da empresa
- › Desenvolver as habilidades e o conhecimento dos herdeiros, de modo a poderem se tornar proprietários responsáveis, uma vez que podem assumir diversas funções como proprietários, diretores ou empregados

Os processos e as estruturas para a tomada de decisões sofrerão variação: uma coisa é decidir sobre questões de família e outra, bem diferente, é lidar com o negócio da empresa, com questões como divisão de capital e assim por diante. O conselho de família, criado para tratar de questões da família deve permanecer totalmente separado do conselho de administração e das assembleias de acionistas, estruturas cujo foco encontra-se nas decisões referentes à empresa.

É verdade que a introdução de medidas de governança corporativa não resolverá todas as questões dos investidores sobre empresas controladas por famílias ou de propriedade familiar.

<sup>76</sup> IFC—International Finance Corporation. Family business governance handbook. 2008. Disponível em: <[http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family+Business\\_Second\\_Edition\\_English+/\\$FILE/English\\_Family\\_Business\\_Final\\_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family+Business_Second_Edition_English+/$FILE/English_Family_Business_Final_2008.pdf)>, p. 23–27.

<sup>77</sup> Para obter mais informações sobre constituições familiares, ver : IFC — International Finance Corporation. Family business governance handbook. 2008. Disponível em: <[http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family+Business\\_Second\\_Edition\\_English+/\\$FILE/English\\_Family\\_Business\\_Final\\_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family+Business_Second_Edition_English+/$FILE/English_Family_Business_Final_2008.pdf)>, p. 24–25.

Mesmo assim, a instituição de estruturas e processos para a família e o negócio pode tratar de alguns desafios importantes.

**Manutenção da paz na família:** a manutenção da paz na família é importante por motivos interpessoais, sociais e de negócios.

### O problema

Conflitos entre os irmãos que dirigem o negócio ou divergências entre diferentes ramos da família podem afetar o domínio da companhia e criar problemas para outros acionistas.

- › Como administrar relações entre os parentes que trabalham na empresa da família e os que são apenas proprietários e contam com o rendimento de dividendos decorrentes do sucesso do negócio: esses dois grupos podem ter interesses divergentes e diversos níveis de acesso às informações da empresa, o que pode gerar uma atmosfera de desconfiança na família.
- › Como administrar situações em que alguns familiares desejam trabalhar na empresa, enquanto outros preferem seguir seus próprios interesses, possivelmente saindo totalmente da organização.

### Soluções sugeridas

As instituições de governança familiar podem desempenhar um papel importante, tornando-se o fórum onde questões delicadas podem ser discutidas e soluções encontradas.

- › Uma assembleia familiar ou um conselho de família pode ponderar sobre as questões e desenvolver políticas sobre como os dividendos são determinados e distribuídos para garantir que a família fique satisfeita e que não prejudique o sucesso do negócio. Colocar questões controversas em discussão e debatê-las abertamente é geralmente o modo mais rápido de encontrar uma solução aceitável para todas as partes envolvidas.
- › A família pode criar um fundo de liquidez para resgatar as ações dos herdeiros que desejam seguir seus próprios interesses fora da empresa. Algumas até estabelecem comitês especiais com a supervisão das políticas de resgate.

**Presença de acionistas externos, não familiares:** essa situação representa seu próprio conjunto de desafios

### O problema

- › Como a empresa pode garantir que esses investidores externos sejam tratados com equidade? Esses investidores podem ter interesses e visões sobre o papel e os resultados do negócio diferentes do ponto de vista da família controladora. Os investidores podem também ter diferentes níveis de acesso às informações da empresa. Em alguns casos, os investidores externos podem ter menos informações até do que os acionistas da família não pertencentes à diretoria executiva.

### Soluções sugeridas

As melhorias de governança corporativa podem ajudar.

- › Dê poderes ao conselho de administração para arbitrar entre a família e os acionistas externos. Um conselho que desempenha funções clássicas de supervisão da diretoria executiva e que ajuda essa diretoria executiva a definir e buscar a orientação estratégica da empresa é capaz de alinhar os interesses de todos os tipos de investidores.

- › A presença de conselheiros independentes pode reforçar o papel de mediação do conselho de administração. Os conselheiros independentes fornecem uma perspectiva objetiva, externa para uma tomada de decisões referente ao negócio. Eles agem de modo independente para resolver conflitos de interesse e problemas de governança familiar, como as de emprego.

### 3.5 Planejamento da sucessão na empresa familiar

O planejamento da sucessão é uma questão delicada e envolve dilemas como:

- › Como manter a objetividade quando os sentimentos da família estão envolvidos
- › Como fazer com que os julgamentos objetivos não sejam afetados pelas emoções

Algumas etapas úteis para lidar com a sucessão de executivos são apresentadas na lista de verificação na Tabela 5.6.

**Tabela 5.6 Lista de verificação: garantia de uma diretoria executiva forte para a empresa de propriedade familiar<sup>78</sup>**

- Analisar a estrutura organizacional e contrastar as funções e responsabilidades atuais e ótimas (comparadas às empresas correspondentes) de cada membro da diretoria executiva.
- Elaborar uma estrutura organizacional formal que defina claramente as funções e responsabilidades de todos os membros da diretoria executiva. Isso deve basear-se nas necessidades das operações atuais e futuras dos negócios da empresa.
- Avaliar as aptidões e qualificações da atual diretoria executiva com base na nova estrutura organizacional.
- Substituir e/ou contratar diretores executivos.
- Descentralizar o processo de tomada de decisões e os níveis de aprovação, quando necessário. Os poderes de tomada de decisões devem ser vinculados às funções/responsabilidades dos diretores executivos e não aos seus vínculos com a família.
- Estabelecer uma política clara de emprego familiar e disponibilizar seu conteúdo a todos os parentes.
- Desenvolver um programa de treinamento interno que permita que empregados qualificados sejam preparados para assumir tarefas de diretores executivos no futuro.
- Estabelecer um sistema de remuneração que forneça os incentivos certos a todos os diretores executivos, dependendo de seu desempenho e não de seus vínculos com a família.

<sup>78</sup> IFC — International Finance Corporation. Family business governance handbook. 2008. Disponível em: <[http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family+Business\\_Second\\_Edition\\_English+\\$FILE/Englilsh\\_Family\\_Business\\_Final\\_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family+Business_Second_Edition_English+$FILE/Englilsh_Family_Business_Final_2008.pdf)>, p. 47.

No decorrer dos anos, as empresas do Círculo de Companhias têm confrontado as questões de sucessão. Segue uma amostra de suas abordagens referentes à solução dos problemas.

*“... Nos tempos em que vivemos, onde a concorrência por capital é violenta e a globalização nos força a competir globalmente, o cenário competitivo internacional requer que as empresas sejam especialistas na adaptação aos cenários em constante mudança. A preparação de um plano de sucessão com antecedência permitirá que a transição de um estágio a outro seja realizada suavemente, evitando interrupções.”*



—**Roque Benavides**, Buenaventura, Presidente Executivo

### **A Buenaventura separa conselho de administração e diretoria executiva**

O processo inicial de sucessão dessa empresa envolvia a separação do cargo de presidente do conselho de administração do de principal executivo. Foi um processo natural e controlado, aprovado pela maioria dos acionistas.

O próximo estágio, planejamento da sucessão do principal executivo e de outros diretores executivos, é um tópico de frequente discussão nas reuniões do conselho de administração da **Buenaventura**. Agora, a empresa está no processo preliminar de identificação e avaliação de possíveis candidatos internos, com a ideia de desenvolvimento de novas capacidades. A pesquisa também será ampliada para considerar candidatos externos.

Como companhia e como família, a Buenaventura procura garantir a continuidade da visão corporativa. Os executivos apontados para gerir o negócio no futuro devem ser os candidatos mais bem equipados para continuar a gerar crescimento e a aumentar o valor para os acionistas e partes interessadas. O conselho de administração está desempenhando um papel essencial nesse processo de sucessão, garantindo que profissionais competentes sejam envolvidos e que os critérios de decisão se encaixem na visão, na missão, nos valores e nas escolhas estratégicas da empresa. O conselho também pode exercer seus plenos poderes para resolver quaisquer conflitos internos que possam surgir durante o processo.

### **Profissionais não familiares assumem a direção da Marcopolo**

Profissionais não pertencentes à família assumiram a diretoria executiva pela primeira vez na **Marcopolo** em 1995, com a nomeação de uma equipe de diretores executivos que não era acionista. Dez anos depois, embora essa equipe de executivos ainda fosse jovem, ficou evidente que a empresa precisava de um plano de sucessão. Desde 2005, a companhia tem focado na gestão da sucessão.

Atualmente, o plano de sucessão dos executivos seniores da Marcopolo é o seguinte:

- Política de aposentadoria: aos 60 anos de idade, com a possibilidade de um período de extensão de cinco anos em casos especiais
- Plano de preparação para a aposentadoria: políticas para possível continuação das relações entre a empresa e os executivos aposentados, como consultoria ou nomeação como um membro do de companhias controladas
- Papel do conselho de administração: acompanhamento regular do plano de sucessão, principalmente por meio do comitê de Recursos Humanos da empresa

Além da sucessão nos cargos de liderança, as empresas familiares devem prestar bastante atenção à sucessão da propriedade e à preparação das futuras gerações de proprietários.

Para a Marcopolo, isso significou o desenvolvimento de um plano formal de sucessão de propriedade. Atualmente, os dois possíveis candidatos à sucessão participam de programas de treinamento interno e externo. O principal tema desses cursos é o aprimoramento do conhecimento, aptidões e *know-how* técnico para se tornarem acionistas competentes da empresa: os sucessores da Marcopolo decidiram que assumiriam somente o papel de acionistas com assento no conselho de administração. Eles deixarão o papel da gestão das operações da companhia para os profissionais de gestão externos.

### Elementos do treinamento da Marcopolo para candidatos à sucessão familiar

- Treinamento interno: palestras sobre características específicas das áreas de indústria, engenharia e manufatura
  - ampliação de conhecimento comercial enfatiza estratégias de vendas e de marketing
  - ampliação de conhecimento administrativo e financeiro foca o planejamento estratégico, orçamentos, contabilidade, gestão de caixa e financiamento da empresa
- Treinamento externo: cursos e seminários ministrados por instituições de alta reputação no mundo acadêmico e na comunidade empresarial

*“Este foi um processo notável, brilhantemente planejado e executado. A sucessão obteve êxito e permitiu que novos executivos se juntassem ao nosso grupo.”*

**Ana Maria Igel**, esposa de Pery Igel, filho do fundador da Ultrapar

## Processo de sucessão da Ultrapar

Na **Ultrapar**, Pery Igel, o filho do fundador da companhia, considerou alguns de seus executivos contratados como aliados que poderiam ajudar a proteger a empresa das incertezas que um negócio dependente do capital e da gestão familiar poderia enfrentar. Na década de 1980, Igel elaborou um processo para sua sucessão com base em dois elementos principais:

- Profissionalização da diretoria executiva do Grupo Ultra
- Controle compartilhado da empresa entre os herdeiros e os principais executivos

Para executar esse plano, Igel distribuiu partes beneficiárias a seus herdeiros e transferiu ações para os executivos. Um acordo de acionistas, formalizado na metade da década de 1980, possibilitou direitos recíprocos de primeira recusa no caso de venda das ações controladoras. Esse acordo estabeleceu duas *holdings* separadas com duração de vinte anos e controle sobre a matriz, Ultra S.A.:

- Igel Participações: mantida pelos herdeiros da família
- Avaré Participações: mantida pelos executivos da Ultrapar

Durante esse período, novos líderes da diretoria executiva foram treinados para liderar o crescimento da empresa. Esses executivos, que agora também eram proprietários da companhia, tinham seus interesses alinhados aos da família. No estágio de transição, um novo grupo de executivos recebeu ações, mas com um prazo menor para dispor delas.

No final de 2004, as duas *holdings* foram dissolvidas e as ações correspondentes foram diretamente repassadas aos herdeiros e executivos da Ultrapar.

Dois anos depois, em 2006, ocorreu um novo processo de sucessão. Dessa vez, o presidente-executivo — um dos executivos que receberam ações de Igel como parte da transferência original nos anos de 1980 — foi substituído por um profissional preparado internamente pela empresa. O antigo presidente-executivo manteve seu cargo de presidente do conselho, uma outra etapa na evolução da empresa rumo a uma melhor governança corporativa.

## Reestruturação da Suzano

Em 2002, quando a terceira geração da família Feffer começou a assumir mais liderança, a empresa iniciou um processo de reestruturação completa. A meta: garantir que os negócios nos quais o Grupo havia decidido investir — papel e celulose e produtos petroquímicos — fossem suficientemente capitalizados para uma sustentabilidade de longo prazo, sendo capazes de crescer com custos competitivos de financiamento por meio de suas parcerias com o mercado de capitais. Esforços também foram realizados de modo a impedir que os negócios dependessem excessivamente do capital dos acionistas controladores.

## Estudo de caso: Suzano e 83 anos em uma empresa familiar

O caminho para uma boa governança corporativa requer uma abordagem sob medida que trate dos desafios específicos, da visão e da finalidade de cada companhia. Também deve ser entendido no contexto do grau de maturidade da família controladora, seus acionistas e das empresas controladas.

Trabalhar com pessoas estranhas que estão gerindo a sua empresa e participando das reuniões do conselho de administração pela primeira vez pode ser uma experiência constrangedora a princípio, principalmente quando você não está certo do seu valor. Esse desafio foi experimentado há trinta anos na *Suzano* por Max Feffer, filho do fundador Leon Feffer e pai do atual Presidente do Conselho de Administração, David Feffer. Os diferentes estágios experimentados através dos anos possibilitaram à organização reagir de modo rápido e eficaz, quando Max Feffer faleceu, criando um modelo para subsistir às incertezas da família.

O Grupo Suzano desenvolveu uma estrutura baseada no controle familiar e na manutenção de uma estreita relação com o mercado de capitais. Essa estrutura permite aos herdeiros dos fundadores exercer controle por meio do conselho de administração, enquanto a diretoria executiva é composta de não familiares. A família reconhece que essa mudança permitiu um maior desenvolvimento potencial e uma maior expansão da empresa, além de proteger o negócio de possíveis conflitos entre parentes.

Logicamente, a extensão das estruturas e dos processos de governança corporativa que a empresa segue depende do estágio de desenvolvimento da empresa e da família controladora. Isso requer uma introdução cuidadosa e gradual e a implementação de medidas de governança corporativa, que podem ser aprimoradas e ampliadas ao longo do tempo.

Um quadro das fases do desenvolvimento da Suzano com a evolução do envolvimento dos acionistas na empresa é mostrado na Tabela 5.7.

**Tabela 5.7 Fases do desenvolvimento da Suzano**

<b>Fase</b>	<b>Processo de padrão de referência</b>
<b>Primeira fase (década de 1920 a década de 1970)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>› Fundada por Leon Feffer aos vinte anos de idade. Manteve a liderança até sua morte em 1999</li><li>› Administração marcada por seu estilo empreendedor e centralizador</li></ul>
<b>Segunda fase (década de 1970 até 2001)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>› Max Feffer une-se à diretoria executiva na década de 1970</li><li>› Desenvolvimento de diretores executivos e herdeiros</li><li>› Primeiro presidente executivo e primeiro membro do conselho de administração não pertencente à família</li></ul>
<b>Terceira fase (2001 até os dias atuais)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>› Max Feffer morre</li><li>› Novo modelo de governança corporativa e diretoria executiva</li><li>› David Feffer preside o conselho de administração com executivos na diretoria executiva</li></ul>



A linha do tempo na Figura 5.8 mostra os momentos importantes em cada fase do desenvolvimento da empresa, o impacto e as próximas etapas. No lado direito, é possível ver as fases mais recentes do processo, culminando com a instalação de uma nova estrutura de governança corporativa e a venda de uma das unidades, gerando um valor significativo para os acionistas.

**Detalhes da reestruturação.** Em 2002, à medida que a terceira geração da família Feffer começava a assumir mais liderança, a empresa iniciou um processo completo de reestruturação. A meta: garantir que os negócios nos quais o Grupo havia decidido investir — papel e celulose e produtos petroquímicos — seriam suficientemente capitalizados para uma sustentabilidade de longo prazo, sendo capazes de crescer com custos competitivos de financiamento por meio de parcerias com o mercado de capitais. Também houve esforços para que os negócios não se tornassem excessivamente dependentes do capital dos acionistas controladores.

Para isso, as duas empresas, Suzano Papel e Celulose e Suzano Petroquímica, tiveram de agir de acordo com os padrões de governança corporativa consistentes com as melhores práticas do mercado.

Em 2003, o Grupo implementou um novo modelo de negócios, baseado em três pilares:

- Controle familiar: para a visão, reputação e valores de longo prazo do Grupo
- Diretoria executiva profissional: para disciplina do capital e um rápido processo de tomada de decisões
- Parceria com o mercado de capitais: para avaliar o desempenho da companhia em uma base permanente, promover a prática contínua e o aumento dos padrões de governança corporativa, além de garantir o crescimento e o desenvolvimento do negócio

Uma primeira etapa no processo de reestruturação do Grupo: a Suzano Holding começou a administrar as subsidiárias Suzano Papel e Celulose e Suzano Petroquímica por meio de uma equipe de diretores executivos profissionais, recrutada em uma pesquisa que considerou candidatos internos e externos do mercado.

A nova equipe de diretores executivos profissionais, composta de executivos altamente qualificados, agilizou as operações corporativas espalhadas entre as subsidiárias. Seus esforços resultaram em 30% da redução de custos, melhor desempenho da diretoria executiva, implementação de mecanismos de controle apropriados nas subsidiárias e prestação de contas da diretoria em termos de resultados. A equipe também implementou um novo modelo de monitoramento, possibilitando relatórios de melhor qualidade e permitindo um acompanhamento mais preciso do desempenho das subsidiárias.

Esses êxitos viabilizaram a retirada dos herdeiros de suas funções executivas nessas subsidiárias para assumir uma posição mais estratégica, minimizando os riscos associados à sucessão para a continuidade dos negócios do Grupo. Alguns familiares começaram a participar da gestão estratégica da Suzano Papel e Celulose e da Suzano Petroquímica por meio de nomeações para os conselhos de administração e diretorias executivas relacionadas e para os comitês de Sustentabilidade e Estratégia com outros executivos da Suzano Holding. Assim, o Grupo criou processos para garantir o equilíbrio entre uma maior independência da diretoria executiva em relação às subsidiárias e uma estratégia de longo prazo para os acionistas controladores.

Essas melhorias marcaram uma importante mudança no comportamento dos acionistas controladores. Após décadas de uma abordagem prática dos negócios, a família controladora retirou-se do dia a dia da administração, delegando-a a profissionais e assumindo uma função mais estratégica. Para os herdeiros, que foram realmente criados dentro da empresa e cresceram com ela, isso representou uma imensa mudança de paradigma.

### **Nas palavras do empresário: David Feffer conta a história da Suzano<sup>79</sup>**

*“Para entender o aumento das práticas de governança corporativa no Grupo Suzano, é preciso, primeiramente, entender a reconstrução do caminho desde a sua fundação em 1924 pelo meu avô, Leon Feffer.*

*A implementação da indústria brasileira no início da década de 1950, mais concentrada no estado de São Paulo, foi o cenário do início de nossas atividades industriais. Esse movimento foi liderado por importantes empresários, que formaram conglomerados de controle familiar, grandemente responsáveis pelo desenvolvimento da indústria brasileira.*

*O início de nossas atividades foi na indústria de papel e celulose. Na década de 1950, desenvolvemos a tecnologia para a produção de celulose de eucalipto e nos tornamos a primeira empresa no mundo a produzir celulose em escala industrial. Para isso, meu pai, Max Feffer, e um grupo de cientistas brasileiros ficaram alguns meses na Universidade de Gainesville, Flórida (EUA), estudando alternativas para a produção de celulose, usando árvores nativas brasileiras, uma vez que toda a celulose produzida naquele tempo era baseada em pinheiros, comuns nos países da Europa.*

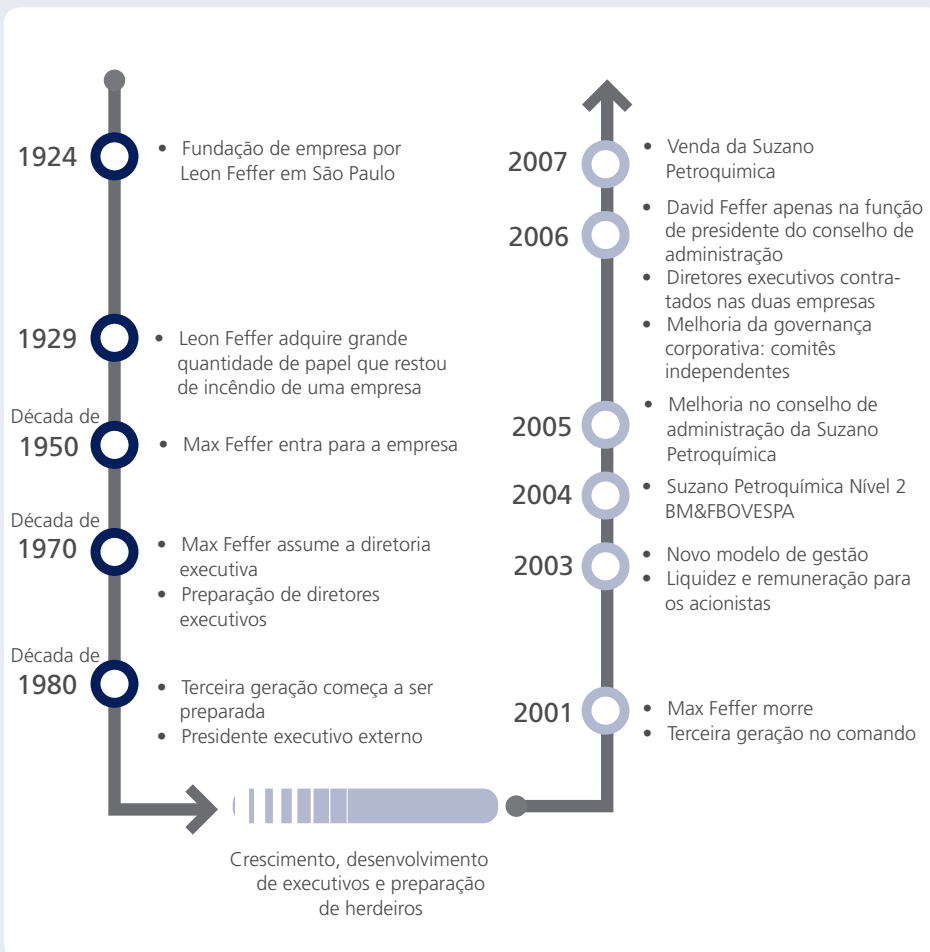
*Na década de 1970, diversificamos nossas atividades para a indústria petroquímica, uma vez que identificamos uma importante tendência de crescimento no uso do plástico no segmento de embalagens, um importante mercado para a indústria do papel, buscando assim manter a nossa presença naquele segmento.*

*A gestão do meu avô terminou com a sua morte em 1999, aos 96 anos, deixando o espírito empreendedor como legado, que permitiu o crescimento substancial do nosso negócio.*

*Então, meu pai, Max Feffer, assumiu o comando e marcou sua gestão, preparando o Grupo para a estratégia frente ao mercado de capitais. Sob seu comando, o Grupo Suzano definiu sua plataforma de crescimento, desfez-se dos ativos que não faziam parte do negócio principal e focou investimentos nos nossos principais negócios, que foram separados em duas empresas diferentes, Suzano Papel e Celulose e Suzano Petroquímica.*

<sup>79</sup> Written for UPsides, revista trimestral da FMO, Número 2, Holanda, abril de 2007.

**Figura 5.8 Progresso da sucessão de liderança da Suzano e novo modelo de governança corporativa**



Fonte: Better Governance com dados da Suzano

*Com a morte inesperada de meu pai em 2001, depois de um pouco mais de dois anos liderando o grupo, os acionistas controladores, ou seja, meus irmãos, minha tia e minha mãe, unanimemente me convidaram para assumir o comando do Grupo. Aceitei e discutimos como enfrentaríamos o futuro. Eu disse: 'Temos duas opções; não existe decisão certa ou errada nem uma que seja melhor do que a outra. Mas o que for preciso fazer será definitivo. Não existe volta.'*

*Poderíamos continuar sendo uma empresa familiar, como na época do meu avô e do meu pai, ou nos tornar uma companhia profissional com uma forte e clara estratégia de mercado de capitais. No primeiro caso, expliquei, a Suzano poderia perfeitamente*

*servir à atual geração de nossa família, mas o futuro seria incerto, porque provavelmente seria difícil ter acesso aos recursos necessários em termos de modernização e crescimento dos negócios. Precisamos sempre ter em mente que participamos de duas empresas de capital intensivo. Por isso, poderíamos começar a enfrentar sérias dificuldades em investir, reinvestir e competir no mercado.*

*Por outro lado, a profissionalização das companhias e o reforço da parceria com o mercado de capitais nos permitiria deixar o século 21 melhor do que quando entramos nele, também tendo acesso a fundos competitivos para enfrentar com sucesso os desafios dos investimentos futuros.*

*As duas opções estavam corretas. A segunda, porém, apresentava outra vantagem: a perspectiva de uma geração sólida de valor, de sustentabilidade do negócio e a manutenção dos valores e crenças dos fundadores, que não pensavam apenas no presente, mas também nas gerações futuras. Todos tinham consciência de que ao seguir o caminho do mercado de capitais, isso significaria ter de viver dos resultados dos negócios, em vez de diretamente dos negócios. Entre as duas opções, a segunda prevaleceu.*

*Apesar de todas as mudanças trazidas por esse processo, a fase transicional não apresentou problemas e, na verdade, representou um aprimoramento do nosso modo de fazer negócios. Tivemos conversas bastante sinceras e realistas. Fechamos a porta do passado e abrimos as portas para o futuro. O princípio básico foi que a Suzano deveria pertencer a todos os acionistas, incluindo a família Feffer. Quando tomamos essa decisão, as dificuldades começaram a ser sentidas. Primeiro, pedimos para sermos afastados de nossos cargos. Precisávamos criar critérios de meritocracia no Grupo, preparando o caminho para promover um desenvolvimento mais sólido, reformular parâmetros de avaliação e, principalmente, tratar todos os acionistas de modo igual.*

*Todas essas mudanças foram bastante desafiadoras. Eu tinha sido criado e preparado para ser o presidente do Grupo um dia. De repente, fui forçado a cometer um tipo de haraquiri. Deixei a linha de frente da diretoria executiva para assumir o cargo de presidente do conselho de administração das duas empresas, que são responsáveis pela definição das políticas de negócios, pela estratégia global de longo prazo e pela supervisão e gestão dos diretores executivos. Não foi fácil. O processo progrediu. Contratamos executivos do mercado. Começamos a definir e alinhar ações estratégicas para os negócios de papel e celulose e de produtos petroquímicos, contando com o apoio de uma diretoria executiva profissional.*

*Em 2003, implementamos o novo modelo de gestão com a adoção de altos padrões de práticas de governança corporativa, baseada em três pilares: controle familiar, direção executiva profissional e parceria com o mercado de capitais.*

*Os membros independentes são também parte do conselho de administração das duas empresas, transformando-os em um importante lugar para debates focados na adição de valor aos negócios. A Suzano Papel e Celulose e a Suzano Petroquímica encontram-se listadas na parte especial da BM&FBovespa de segmentos de governança corporativa, que garantem uma relação justa, transparente e confiável com os acionistas e o mercado de capitais. Criamos os comitês de Auditoria; Sustentabilidade e Estratégia; e Gestão, que são responsáveis pela discussão desses assuntos em detalhes, com o objetivo de um melhor suporte para o conselho de administração nas suas tomadas de decisões. Os conselhos de administração nas empresas Suzano possuem regras internas, definindo suas diretrizes e procedimentos operacionais em termos de desempenho, qualificação e avaliação de seus membros.*

*Lançamos o nosso código de conduta, baseado nos princípios éticos que sempre orientaram nossas atividades: integridade, igualdade, transparência, reconhecimento profissional, governança corporativa e desenvolvimento sustentável.*

*Os benefícios de uma melhor governança corporativa e da estratégia de mercado de capitais tornaram-se evidentes quando percebemos que o acesso ao capital era maior e mais fácil, acoplado a uma menor sensibilidade em relação à volatilidade do mercado. O mercado de capitais tem um outro importante papel de permanentemente avaliar o desempenho da empresa e de sua gestão. Se os resultados não atenderem às expectativas, eles serão criticados por analistas e os investidores tenderão a recuar. É uma questão de coerência entre o que é prometido e o que é feito. Se houver uma boa gestão, o que foi prometido será cumprido e o capital fluirá. Caso contrário, o mercado penalizará a empresa. Não há como esconder essa realidade. A gestão é positiva ou negativa. O mercado de capitais, naturalmente, é prático, muito claro e pragmático.*

*Quando uma empresa adota elevados padrões de governança corporativa, ela deve ter maior responsabilidade pelos resultados. O equilíbrio entre o certo e o errado tem maior importância, uma vez que os sistemas de controle adquirem uma perspectiva mais ampla com regras claras e detalhadas. Para o Grupo Suzano, a governança corporativa é uma garantia da sustentabilidade do que os fundadores criaram. É a evolução de um sonho. Podemos enfrentar dificuldades ao longo do caminho, que são naturais. Mas as práticas de boa governança corporativa contribuem para a continuidade das empresas Suzano, e tornam seus princípios básicos resistentes a*

*esse movimento irreversível denominado globalização. E, graças a esses princípios de boa governança corporativa e ao bom desempenho dos nossos negócios, os mercados de capitais aprenderam a valorizar e a respeitar a nossa posição de controle.”*

—**David Feffer**, Suzano, Presidente do Conselho de Administração



O Grupo Suzano vendeu sua operação petroquímica à Petrobras em 2007, criando valor para seus acionistas. Isso não teria sido possível sem as importantes melhorias na governança corporativa.

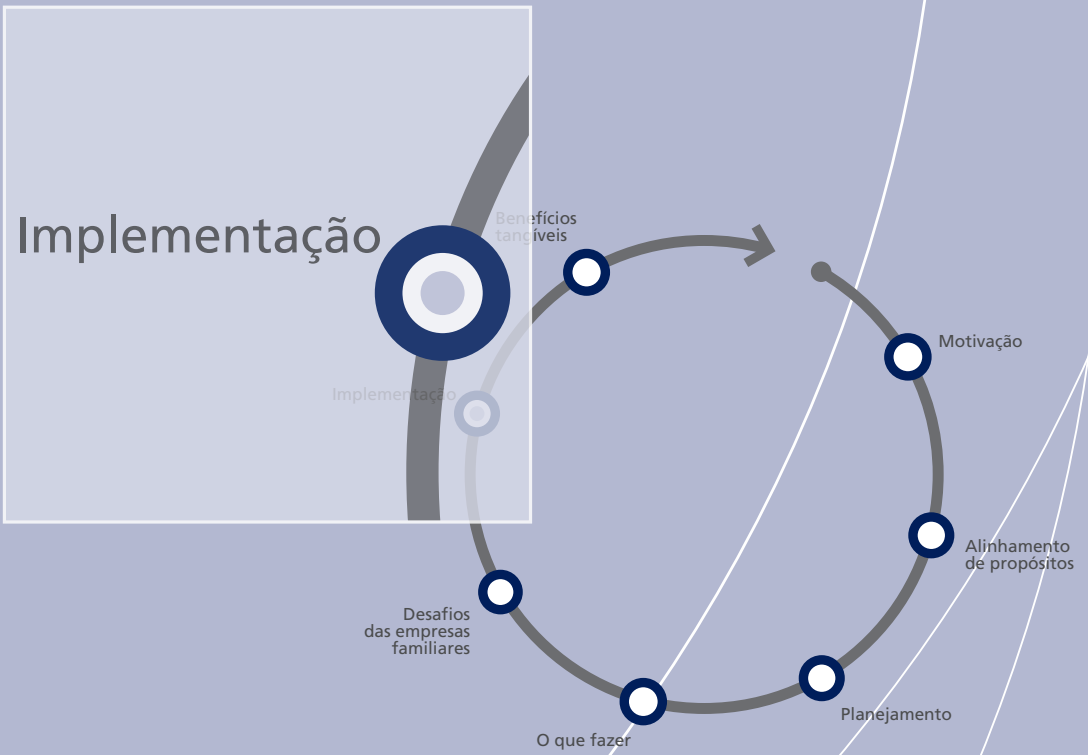
Este capítulo abordou os desafios de governança corporativa específicos das companhias familiares.

## Para reflexão e discussão

- Você pertence a uma família proprietária de uma empresa? Em caso afirmativo, identifique alguns dos principais desafios enfrentados pela sua empresa e pela sua família.
- Você é um executivo sênior não familiar em uma empresa familiar? Liste alguns dos principais desafios enfrentados pela companhia.
- Com base nas discussões deste capítulo, cite algumas etapas específicas referentes à solução desses desafios, usando as práticas de governança corporativa sugeridas. Lembre-se de identificar primeiro o estágio de propriedade da companhia: empresa ainda liderada pelo fundador original?; os herdeiros diretos estão no controle?; as ações eficazes dependerão de vinculá-las à fase certa do ciclo de vida da empresa.

# 6

## IMPLEMENTANDO GOVERNANÇA CORPORATIVA







# Capítulo 6

## Implementando governança corporativa



### PRINCIPAIS MENSAGENS

**Líderes da empresa são responsáveis pela implementação de mudanças.** O sucesso na melhoria das políticas e práticas de governança corporativa requer que a liderança da empresa assuma a responsabilidade de garantir que as mudanças sejam implementadas. Tal supervisão e apoio à implementação definem o tom apropriado, acima de tudo, quando combinados a mecanismos eficazes de monitoramento e acompanhamento para ajudar a garantir uma implementação bem-sucedida.

**Comunique as mudanças.** Uma vez em andamento as melhorias iniciais da governança corporativa, comunique as mudanças interna e externamente. O feedback recebido de todas as partes interessadas ajudará a liderança da empresa a modificar os planos de melhoria da governança corporativa para se ajustar à realidade, demandas e necessidades atuais.

**Boa governança corporativa requer melhoria contínua.** Todas as partes interessadas devem entender que uma boa governança corporativa requer melhoria constante à medida que as circunstâncias internas e externas mudam. As empresas devem ficar à frente dos avanços em termos de governança corporativa em todo o mundo e na região. Devem implementar as melhores práticas possíveis em benefício da empresa, seus acionistas e todas as partes interessadas.

Este capítulo abrange as táticas e técnicas que devem ser usadas para gerenciar o impacto das mudanças na organização, como são percebidas e o que pode ser aprendido de reações, tanto internas quanto externas. A Seção 1 fornece exemplos de casos reais com cronogramas para implementação das principais melhorias da governança corporativa. As próximas seções abordam como o processo de melhoria da governança corporativa deve ser regido, com exemplos de estruturas e processos que possam ajudar na implementação, e fornecem alguns exemplos de maneiras como as empresas membros do Círculo têm monitorado o processo de implementação da governança corporativa para garantir que não ocorram problemas. A Seção 4 trata das empresas em transição. A seção seguinte discute o importante papel que as comunicações desempenham no processo de mudança. Finalmente, o capítulo termina, enfatizando a natureza contínua do processo de melhoria de governança corporativa.

### 1 O processo de implementação leva tempo

Independentemente dos pontos fortes ou fracos das práticas atuais da empresa, as melhorias da governança corporativa são uma questão de processo constante. O Capítulo 3 observou a importância da inclusão de cronogramas específicos para a obtenção de determinados marcos nas políticas e práticas globais de governança corporativa. Na verdade, é preciso tempo para todas as medidas serem implementadas. Também é preciso prazo para que essas medidas sejam enraizadas na empresa como parte da cultura corporativa.

A resistência não é sempre evidente de antemão e isso pode levar a resultados mais lentos do que o esperado. Ao desenvolver cronogramas para a implementação do plano de ação, lembre-se de incluir o tempo das consultas internas como uma maneira de administrar as expectativas de todas as partes interessadas: é mais fácil tratar questões conhecidas do que seguir em frente com questões incertas e não resolvidas. A falta de oportunidade para expressar essas preocupações e fazer com que sejam abordadas pode causar uma resistência passiva, resultando em atrasos do projeto que reflitam uma falta de entusiasmo, crença ou compromisso com o processo de melhorias.



## Para consideração

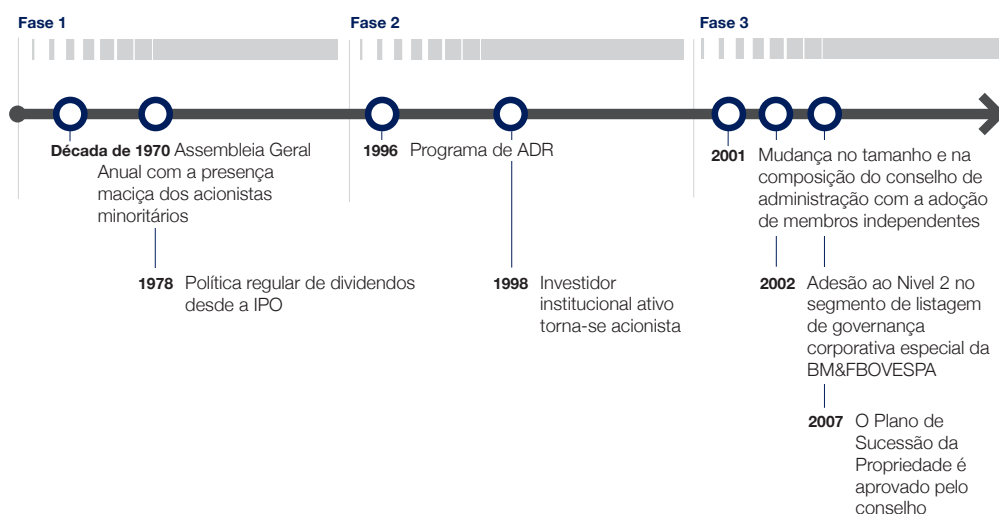
Logicamente, muitos fatores internos e externos afetarão o planejamento de prazos e a conquista de marcos. Cada situação é exclusiva. Assim, desenvolva um bom plano, mas faça a previsão de ajustes no cronograma inicial.

A definição de prazos para a obtenção de seus marcos é crucial. Ao definir seus prazos, seja flexível, porque será preciso fazer ajustes no cronograma original ao longo do caminho.

As Figuras 6.1 e 6.2 ilustram as experiências de dois participantes do Círculo de Companhias e o cronograma de suas melhorias de governança corporativa. As figuras mostram que algumas ações dependem do tempo; isto é, devem ser implementadas em uma progressão específica, antes ou depois de outras já terem sido iniciadas.

### Figura 6.1 Processo de implementação da governança corporativa da Marcopolo

Esse cronograma das reformas da governança corporativa da **Marcopolo** ilustra a maturação das melhorias ao longo do tempo. Algumas etapas só poderão ser alcançadas se as ações anteriores forem resolvidas e se houver um novo horizonte favorecendo um outro conjunto de melhorias, por exemplo, mudança do tamanho e da composição do conselho de administração para incluir novos membros independentes.



Fonte: Marcopolo, setembro de 2007

### Figura 6.2 Etapas de implementação da governança corporativa da CCR

Este gráfico demonstra a importância do planejamento e da reserva de um tempo para as iniciativas adotadas dentro da empresa e com as respectivas partes interessadas. Para a CCR, vários anos se passaram após a avaliação inicial, antes de encontrar o parceiro estratégico que poderia adicionar valor à base de acionistas e apresentar a empresa aos mercados de capitais. Mais tempo ainda foi necessário para implementar etapas adicionais para melhoria da governança corporativa da empresa.



Fonte: CCR, março de 2007

## 2 Governando a governança

A criação de uma estrutura interna garantirá a efetividade do sistema de governança corporativa da sua empresa. Existem diversas alternativas para tais estruturas internas de gestão das melhorias de governança corporativa. Em vez de criar uma entidade separada, a abordagem poderia envolver a expansão do escopo de responsabilidade para um órgão existente ou um representante da companhia designado para essa função.

Independentemente da abordagem, é importante envolver os principais líderes da empresa; isto é, o conselho de administração, a diretoria executiva e, talvez, os acionistas controladores. Atribua responsabilidades claras de monitoramento das ações referentes à governança corporativa como uma maneira de garantir que os líderes recebam informações relevantes e oportunas sobre o progresso e tenham oportunidades suficientes para intervir e fazer as correções do curso, se necessário.

### A Natura enfrenta uma nova realidade de governança corporativa após a IPO de 2004

Quando a **Natura** abriu seu capital em 2004, precisou rever seu sistema de governança corporativa e se ajustar de modo apropriado. Além disso, os líderes da empresa se depararam com a implantação de uma estratégia de expansão internacional. Solução do conselho de administração: a criação de um comitê de Governança Corporativa e um novo cargo — o secretário de governança corporativa.

O conselho de administração encarregou o comitê de Governança Corporativa com uma missão de cinco itens:

- › Monitorar todo o sistema de governança da empresa
- › Acompanhar a evolução das melhores práticas internacionais de governança corporativa
- › Propor ajustes e melhorias ao sistema de governança corporativa da empresa, quando necessário
- › Acompanhar as medidas de governança corporativa aprovadas pelo conselho de administração
- › Reportar ao conselho de administração a situação e o progresso da governança corporativa

Quando o cargo de secretário foi criado dois anos depois, a intenção do conselho de administração era fornecer à organização um profissional em tempo integral que pudesse garantir a operação adequada do sistema de governança corporativa, além de buscar e propor melhorias em uma base contínua. O secretário é a interface entre a diretoria executiva e os membros do conselho de administração da empresa sobre questões de governança corporativa, facilitando o diálogo entre essas entidades corporativas.

Dois anos depois de concluir a atualização das práticas de governança, a empresa fez outra mudança, expandindo o escopo de responsabilidade para o executivo encarregado do planejamento estratégico e movendo o papel de supervisão da governança corporativa para a função desse executivo.

### **Processo de evolução da governança corporativa na CPFL Energia**

A experiência da **CPFL Energia** em relação à estrutura de governança corporativa evoluiu ao longo do tempo à medida que foi exigido pelo contexto de negócios. Em sua etapa inicial, de implementação do sistema de governança corporativa, a empresa atribuiu a um executivo a tarefa de assessorar e apoiar a diretoria executiva em relação às novas práticas implementadas pela companhia.

Ao longo dos anos, o contexto de negócios se alterou, isto é, a empresa atingiu suas primeiras metas de governança corporativa e houve mudanças nos ambientes interno e externo. Por exemplo, a Lei de Sarbanes-Oxley e os regulamentos internacionais do mercado de capitais expandiu o escopo das atividades desenvolvidas pela área de governança corporativa.

Os líderes perceberam que chegara o momento de rever a sua estrutura de governança corporativa e a área de governança corporativa subdividiu-se para contemplar funções:

- A função de *compliance* transformou-se em gestão de riscos para apoiar o diretor presidente, o diretor vice-presidente financeiro e o conselho fiscal no monitoramento do controle interno, entre outros.
- As atividades de apoio ao conselho e seus comitês, e aos acionistas controladores, assim como o aprimoramento das práticas de governança corporativa foram atribuídos a outro executivo. Os atos societários inerentes ao processo decisório também foram transferidas do Departamento Jurídico para a nova área de governança corporativa, reportando diretamente ao presidente do conselho, ou seja, outra mudança da estrutura inicial.

A implementação do novo modelo de governança corporativa tem sido uma parte essencial do processo de monitoramento das práticas de governança e assegurado que este está em contínuo aperfeiçoamento. Além de sua nova estrutura de governança corporativa, a CPFL Energia criou um conjunto de ferramentas de gestão. A ferramenta criada para acompanhar e antever futuras decisões é conhecida internamente como “*pipeline*”.

Adotado em 2006, o *pipeline* tem sido uma importante ferramenta de informação para o conselho de administração, que possibilita uma maior eficiência na tomada de decisões. Ao utilizar a ferramenta para monitorar os temas relevantes que serão trazidos para deliberação, os conselheiros e diretores executivos podem se assegurar de que todas as informações importantes para o processo decisório sejam fornecidas tempestivamente.

A ferramenta consiste em uma simples lista dos tópicos que serão discutidos pelo conselho de administração num intervalo de três meses, a qual é apresentada a cada reunião mensal do conselho pelo diretor presidente. O documento inclui uma breve descrição do tema e o prazo para deliberação, sendo utilizado pelos conselheiros para solicitar previamente as informações de que necessitam ou para identificar potenciais conflitos ou divergências. Além de otimizar a agenda, a amplia o escopo das decisões que serão tomadas pela empresa.

## Estudo de caso: Entendendo o aprimoramento da governança corporativa da CPFL Energia

A estrutura de governança corporativa inicial da **CPFL Energia** apresentava sete comitês permanentes de assessoramento do conselho, envolvendo 37 profissionais dentre membros do conselho, diretores executivos e representantes de acionistas controladores. Esse número elevado de pessoas demandou um aumento significativo das interações necessárias. O conselho de administração e a diretoria executiva estavam constantemente envolvidos em reuniões. Além disso, como representantes dos acionistas controladores participavam de alguns comitês mas não eram conselheiros, havia dificuldades na interação entre os conselheiros e os membros de comitês que causavam ruídos de comunicação.

A companhia também decidiu reavaliar o tempo dispendido na análise das informações de rotina durante as reuniões do conselho de administração. Por exemplo, o acompanhamento das obras dos empreendimentos de geração localizados no sul do País era feito através de um relato detalhado acompanhado de inúmeras imagens fotográficas, que podiam chegar a uma hora de duração.

Como parte do processo de reestruturação da agenda do conselho, esse procedimento foi otimizado: uma galeria de fotos é disponibilizada no portal de governança a cada reunião, reduzindo o tempo da apresentação ao conselho e permitindo que o tempo da reunião seja utilizado para o diálogo. O resultado: o tema, que anteriormente podia tomar até uma hora da reunião, é apresentado em 15 minutos.

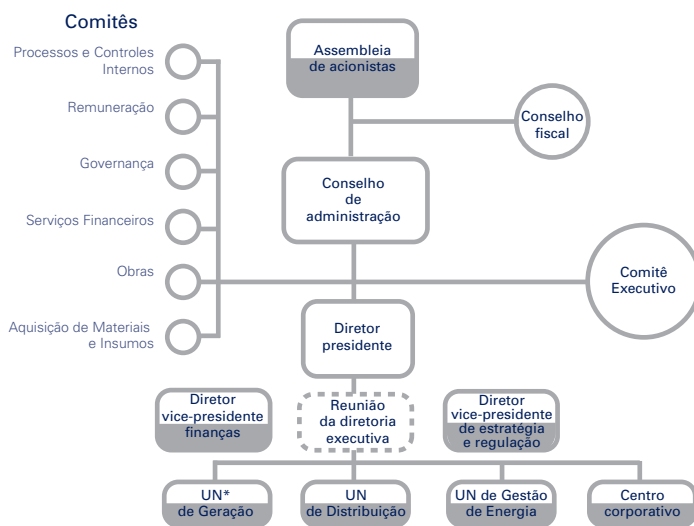
### Funções de apoio aos administradores

As funções de governança corporativa também foram revisitadas, com a finalidade de adequá-las à complexidade da atual estrutura corporativa. A empresa criou uma área de compliance que se reporta ao diretor presidente e tem foco no controle dos processos internos, a fim de assegurar o cumprimento dos requisitos de mercado previstos nas regras da BM&FBOVESPA e da Bolsa de Valores de Nova York. Uma nova estrutura para prestar assessoria ao conselho foi constituída, visando o monitoramento e aprimoramento dos processos de governança corporativa. Esta assessoria reporta-se diretamente ao presidente do conselho de administração.

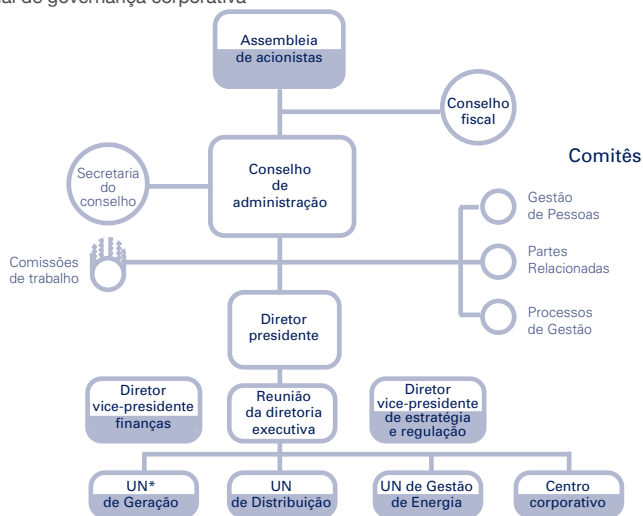
A Assessoria do Conselho de Administração tem a responsabilidade de:

- Atuar como agente facilitador das interações entre o conselho, os comitês/comissões e a diretoria executiva, garantindo que as diretrizes de governança corporativa sejam observadas no processo decisório

### Modelo inicial de governança corporativa



### Novo Modelo inicial de governança corporativa



Fonte: CPFL Energia, dezembro de 2008

\*Unidade de Negócio

- Coordenar a elaboração dos documentos legais relativos a assembleias de acionistas e reuniões do conselho de administração, bem como o fluxo de informações da diretoria executiva ao conselho e seus comitês

O “*pipeline*” funciona também como um instrumento de apoio para os administradores, possibilitando uma visão mais abrangente dos temas a serem discutidos no futuro e dos processos corporativos.

### 3 Monitoramento do progresso da implementação

O fato de contar com o conjunto certo de políticas, práticas e estruturas não é suficiente para garantir que as mudanças ocorrerão de fato na governança corporativa. Os processos de implementação e manutenção são também importantes para fazer as coisas funcionarem adequadamente. O sistema de governança corporativa deve ser monitorado durante a sua trajetória, de modo a ser adaptado a novas situações e a garantir que o conhecimento e as informações referentes aos esforços anteriores de governança corporativa sejam aproveitados.

É preciso uma atenção especial para a criação e a manutenção de um processo eficiente de tomada de decisões e para a garantia de um bom fluxo de informações. Isso inclui as novas práticas e os mecanismos para facilitar a sua implementação e melhoria contínua.

Durante suas trajetórias de melhoria das práticas de governança corporativa, as empresas do Círculo precisaram desenvolver mecanismos para ter certeza de que as reformas foram implementadas. As empresas também buscaram a eficiência do processo. Os exemplos a seguir demonstram as diversas formas em que as companhias podem se organizar para garantir o fluxo de informações e a adesão às práticas e aos processos eficazes.

#### O fluxo automático de trabalho da ISA ajuda a monitorar a conformidade

A **ISA** implementou um sistema de fluxo automático de trabalho em 2004. O sistema permite o monitoramento da conformidade a cada aspecto do código de governança corporativa. A seguir como funciona o sistema:

- Um mês antes do prazo da implementação de um determinado compromisso ou tarefa, o sistema envia uma mensagem aos empregados responsáveis por uma atividade específica, lembrando-os de que devem reportar a situação atual de suas tarefas.
- Ao concluírem as tarefas, os empregados devem documentar a realização no sistema.
- Se, por qualquer motivo, a atividade não foi concluída, o executivo responsável deverá explicar por que o resultado não foi obtido.

Os líderes responsáveis pela implementação da governança corporativa dizem que o sistema é crucial para a adesão da empresa aos princípios e práticas de governança corporativa. O sistema ajuda a criar um senso de compromisso real e uma visão comum em toda a empresa. É também uma indicação de mudanças de atitude por parte dos empregados sobre melhores práticas de governança corporativa.

O sistema dá suporte à diretoria executiva e ao público em geral para medir e monitorar os esforços que a empresa e seus empregados estão fazendo para pôr em prática o código de governança corporativa da ISA. Também fornece dados importantes para o relatório de conformidade (*compliance*) do código de governança corporativa que é apresentado anualmente aos acionistas.

A comunicação e a interação entre os diferentes órgãos de governança corporativa em uma empresa requerem o estabelecimento de procedimentos específicos. Determinados mecanismos podem facilitar a adesão às práticas desejadas.

#### A CPFL Energia define a dinâmica de interações entre os agentes de governança

A **CPFL Energia** tem utilizado diversas dinâmicas e procedimentos para desenvolver relações efetivas entre a diretoria executiva, o conselho de administração e seus comitês.

Os líderes entenderam a importância de uma estrutura sólida com fluxo das informações e procedimentos adequados, a qual possibilita que as informações certas cheguem às pessoas certas.

Em 2003, a empresa desenvolveu e implementou diretrizes de governança corporativa consistentes com as práticas mais avançadas existentes no mercado. Esse esforço foi parte da preparação da companhia para a oferta pública inicial (IPO) realizada em setembro de 2004.

Consultores internacionais identificaram os principais processos que exigiam melhorias e definiram os documentos iniciais a serem adotados pela empresa. Os principais documentos de governança foram impressos e disponibilizados a todas as partes interessadas, ou seja, conselho de administração, comitês de assessoramento do conselho de administração, conselho fiscal, diretores executivos da *holding* e de todas as subsidiárias.

O conselho de administração e o conselho fiscal aprovaram seus regimentos internos, definindo regras de funcionamento, deveres e responsabilidades. A autoavaliação do conselho de administração e do conselho fiscal foi implementada, com o objetivo de auxiliar seus membros a identificarem oportunidades de melhoria e revelar questões que desejam abordar.

Para garantir o fluxo adequado de informações, a empresa documentou todos os processos importantes de governança corporativa e os divulgou em seu *website*, o que provou ser um grande benefício, porque envolveu todo o público interno nas mudanças propostas à medida que a empresa passou a implementar as práticas exigidas para a listagem na Bolsa de Valores de Nova York e no segmento mais elevado de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

O conselho de administração também solicitou ao comitê de Processos de Gestão que examinasse o conjunto de informações disponibilizadas aos conselheiros, avaliando os diversos tipos canais de divulgação, com o objetivo de eliminar as informações desnecessárias e identificar as que fossem cruciais à tomada de decisões.

*“A companhia organizou um calendário mínimo de assuntos a serem tratados pelo conselho de administração e os comitês ao longo do ano, relacionado a etapas de orçamento e planejamento estratégico corporativo. Além disso, foi criado um website para o conselho de administração, no qual todas as informações, atas e apresentações podem ser acessadas. Isso aumentou consideravelmente a previsibilidade sobre o que precisa ser decidido. O website também reduziu consideravelmente a necessidade de enviar documentação e esclarecimentos de dúvidas dos membros do conselho e dos comitês.”*

— **Marco da Camino Soligo**, CPFL Energia, ex-Gerente de Governança Corporativa





## 4 Procedimentos provisórios e situações em transição

Às vezes, as empresas precisam criar procedimentos provisórios à medida que avançam por diferentes estágios de desenvolvimento. Haverá práticas que são aplicáveis somente durante esse período com o objetivo de garantir uma transição sem problemas.

### Solução para transição na Embraer

A **Embraer** fornece um bom exemplo de adoção desse procedimento provisório, que foi bem planejado e comunicado ao mercado.

O conselho de administração da empresa, eleito em 31 de março de 2006, incluía onze membros e respectivos suplentes. Para garantir a estabilidade das ações corporativas e a continuidade das diretrizes da gestão durante o período imediatamente posterior à aprovação da reestruturação de capital, o primeiro período do conselho de administração foi definido para três anos.

Os períodos máximos subsequentes do conselho foram definidos para dois anos.

A fundamentação lógica dessa abordagem: criar continuidade em estratégias já planejadas de curto e médio prazos e favorecer a transição da empresa para a nova estrutura, sem colocar em risco seus negócios.

Durante esse período de transição, o presidente do conselho também atuou como presidente executivo. O conselho de administração elegeu um novo presidente executivo em abril de 2007. A partir dessa data, a companhia proibiu expressamente funções concomitantes como membro do conselho e da diretoria executiva.

O conselho de administração da Embraer é composto de um representante do governo brasileiro, dois representantes dos empregados da empresa e cinco conselheiros independentes.<sup>80</sup>

### A equipe provisória de gestão da Suzano Petroquímica orienta a fase de transição

A **Suzano Petroquímica** era uma *holding* com cargos de controle em conjunto com diversas empresas petroquímicas brasileiras. Após analisar a posição da companhia no setor petroquímico nacional durante a reunião de planejamento estratégico de 2004, os líderes da Suzano Petroquímica perceberam que a mesma tinha o potencial necessário para se tornar líder na América Latina. Esse potencial de liderança ocorreu devido a diversos fatores:

- Qualidade dos ativos
- Oportunidades de consolidação e crescimento
- Sólida estrutura de capital
- Perspectiva promissora de médio e longo prazos para a indústria petroquímica brasileira

Na verdade, a empresa já era uma importante participante do setor petroquímico brasileiro. Mas, para se tornar uma verdadeira líder da indústria, precisava abandonar sua estrutura de *holding* e assumir controle direto de suas próprias operações com uma estrutura que suportasse com sucesso um processo antecipado de consolidação futura.

<sup>80</sup> Ver o Apêndice 4 para obter a definição indicativa de conselheiro independente, IFC (Corporação Financeira Internacional), 2009.

Com a aquisição em setembro de 2005 da Polibrasil e sua subsequente fusão, a Suzano Petroquímica tornou-se líder na América Latina em produção e comercialização de polipropileno e a segunda maior produtora de resinas termoplásticas no Brasil. Para a transição da fusão, a empresa instalou uma equipe provisória de diretoria executiva, composta de executivos da Suzano Petroquímica e da Polibrasil. Foi criada uma estrutura de supervisão para garantir a fusão harmoniosa de culturas. Além disso, o cargo de presidente do conselho de administração foi acumulado com o de presidente executivo.

Essa estrutura transicional permaneceu até setembro de 2006, quando a nova equipe da diretoria executiva foi nomeada e os cargos de presidente do conselho de administração e presidente executivo foram separados.

Essa nova equipe da diretoria executiva incluía quatro executivos, chefiados por dois copresidentes executivos, que lideraram com sucesso os profissionais das duas empresas incorporadas para a obtenção de sólidos resultados durante a fase pós-incorporação. Por causa desse excelente desempenho pós-incorporação, os membros do conselho de administração e os acionistas controladores determinaram que esses executivos tinham a combinação certa de aptidões, estilos e liderança para ajudar a empresa a enfrentar desafios futuros à medida que o setor continuava a se consolidar.

## 5 Comunicação das mudanças

Uma vez implementadas as melhorias iniciais nas práticas de governança corporativa, o que fazer em seguida? Como as mudanças podem ser bem comunicadas?

A divulgação das mudanças vem acompanhada de benefícios internos e externos. À medida que o mercado se torna ciente das mudanças e reconhece seu valor, haverá um reforço do compromisso interno com as alterações. Além disso, a conscientização de um anúncio público, que ainda depende de uma iniciativa de governança corporativa pode estimular um compromisso interno adicional.

Mesmo assim, é importante entender que nem todas as melhorias na governança corporativa serão imediatamente reconhecidas e valorizadas pelo mercado. Na ocasião, quando muitas empresas do Círculo de Companhias começaram a divulgar seus progressos na área, o mercado da América Latina tinha muito pouco conhecimento do conceito de governança corporativa.

Na verdade, o mercado deu a essas companhias muito pouco crédito por seus esforços.

Nesse ambiente, uma forte comunicação interna das mudanças e do respectivo valor é especialmente importante. Uma estratégia global de comunicações pode fornecer benefícios mútuos de reforço que apoiem o compromisso dos empregados com as mudanças e com o reconhecimento e o entendimento das partes interessadas externas, acionistas e o mercado.

### **A Argos torna-se uma empresa de capital aberto com melhorias na governança corporativa**

A **Argos** anunciou publicamente a adoção de um novo código de governança corporativa em 2004, um evento pioneiro na Colômbia. Seguem os pontos principais:

- A empresa desenvolve o seu código de governança corporativa em 2004, seguindo um processo de comunicação interna, discussão e documentação das políticas e práticas de governança corporativa.

- O conselho de administração analisa e aprova o novo código, demonstrando um compromisso maior com esse processo.
- A empresa empreende a primeira iniciativa de comunicação para compartilhar resultados sobre a melhoria da governança corporativa com a aprovação de um novo código.
- A empresa encontra um pouco de resistência no início e mesmo um desconhecimento da importância da governança corporativa: o mercado inicialmente considera a boa governança corporativa uma tendência passageira de curta duração.
- A atitude muda depois que a Argos instrui o mercado: a Argos insiste na demonstração do valor do código que está sendo implementado e assume o papel de educadora para o reconhecimento do valor da governança corporativa pelo mercado. Hoje, o público-alvo está ciente do importante papel que os valores e os princípios de governança corporativa têm desempenhado no desenvolvimento da empresa.

O próprio código da Argos ajuda nesse processo de comunicação contínua. Em consonância com seus requisitos, a diretoria executiva reúne-se com frequência com os participantes do mercado e agências reguladoras para comunicar os planos de ação da companhia e demonstrar como a empresa está progredindo. O auditor externo é solicitado a informar à assembleia geral de acionistas e ao mercado como um todo sobre a aderência da empresa ao seu código.

Um sistema estruturado fornece aos acionistas acesso integral a informações claras e relevantes oportunamente. A empresa acredita que é crucial para o mercado, acionistas e partes interessadas estar atualizada e familiarizada com as informações relevantes da organização.

### **Na Ferreyros, o esforço de comunicação é crucial para a missão**

A **Ferreyros** nunca se esquivou de contar a sua história e de mostrar o seu progresso em termos de governança corporativa. Isso tem ajudado a transformar o assunto de um conceito acadêmico em um plano de ação em seu ambiente de negócios. A empresa acredita firmemente que outras companhias farão o mesmo se a Ferreyros demonstrar ser uma história de sucesso. Por isso, participa de muitos seminários organizados por diferentes instituições de governança corporativa no Peru, incluindo conferências acadêmicas como as realizadas na Universidade de Lima e na Universidade do Pacífico. A empresa também participa de seminários corporativos patrocinados por importantes organizações internacionais de auditoria e contabilidade e organizações dos mercados de capitais, incluindo a Procapitales, a *Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales* e a Bolsa de Valores de Lima. Hoje, os líderes da Ferreyros gastam uma parte considerável de seu tempo comunicando os resultados e sucessos da empresa ao mercado.

#### **5.1 Convencendo os céticos**

Nem todos aplaudirão, quando sua empresa implementar melhorias de governança corporativa. Às vezes, pode demorar um pouco para o mercado entender o que a companhia está fazendo, conforme demonstra a experiência da Argos, detalhada na seção anterior.

*“A governança corporativa somente é possível se você realmente acreditar nela. É difícil medir com precisão seus resultados, principalmente, a curto prazo. Mas sempre ao olhar para trás, você sabe que um longo caminho foi percorrido e fica cada vez mais difícil recuar.”*

— **João Elek**, NET, Diretor Financeiro



Os líderes, no entanto, afirmam que a crença no valor das melhorias ajuda a garantir o entendimento e uma eventual aceitação.

### **Apesar dos desafios, a NET cumpre os padrões brasileiros e norte-americanos**

A decisão da **NET** de compilar e liberar seus demonstrativos financeiros, de acordo com os padrões contábeis brasileiros e dos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos dos EUA (US GAAP) simultaneamente, marcou a primeira vez que isso ocorreu no histórico corporativo do Brasil.

Não foi uma tarefa simples: significou diversas noites em claro a cada trimestre, principalmente, nos estágios iniciais.

Parte do desafio era fazer a equipe, os executivos e os membros do conselho revisarem os resultados antes da divulgação, pois alguns questionavam se a maratona era realmente necessária.

E, apesar de todo o trabalho inicial, parecia que ninguém no mercado percebia ou se importava. Aos poucos, porém, à medida que o processo avançava, os participantes do mercado começaram a perceber a importância do que a empresa estava fazendo.

A verdadeira recompensa veio depois, uma vez que esse tipo de relatório tornou-se um requisito legal e real. Quando a maioria das outras empresas estava apenas começando a se ajustar à publicação simultânea dos dois grupos de demonstrativos financeiros, a NET já estava na fase de melhoria do processo.

Vale ressaltar que a NET conquistou a Certificação de Divulgação Exemplar de Informações, que atesta que toda a comunicação é feita exclusivamente quando o mercado de ações está fechado e todas as partes recebem as informações no prazo de uma hora. Esse processo passa por uma auditoria e, assim, os investidores podem confiar no fato de que todos receberão todas as divulgações da empresa ao mesmo tempo, independentemente da localização geográfica ou fuso horário.

## Estudo de caso: O exemplo da CCR — persistência dos pioneiros de governança corporativa paga dividendos

Neste exemplo, o membro do conselho e o diretor executivo do comitê de Governança Corporativa da CCR, Eduardo Borges Andrade, fala francamente sobre os esforços iniciais para implementar as práticas de boa governança corporativa na América Latina. Sem dúvida, os líderes devem ser persistentes e firmes na convicção de que estão fazendo de fato a coisa certa.

*“A oferta pública inicial (IPO) ocorreu em uma época em que o mercado estava estagnado. Houve somente dois ou três IPOs no Brasil nos anos anteriores. Além disso, não tínhamos qualquer experiência no mercado. Assim, decidimos trazer um consultor norte-americano, um banco e descobrimos o Novo Mercado. A empresa sentiu que foi um ótimo feito; contudo, havia muitas dúvidas e perguntas. Muitas pessoas perguntavam por que somente ações ordinárias? Elas consideravam o Novo Mercado um tanto utópico. Outras diziam que o dinheiro fornecido pelo Novo Mercado era caro e que essa era a opção dos ingênuos em negócios. Mas sentíamos que o Novo Mercado seria um sucesso ou a bolsa de valores no Brasil não teria futuro. Assim, decidimos apostar. A CCR foi a primeira companhia a ingressar no Novo Mercado e permanecemos lá sós por quase um ano.*

*Depois, a Sabesp juntou-se a nós e apenas nós permanecemos lá por um bom tempo. No momento do IPO, começou a surgir uma desconfiança por causa das empresas de construção que eram acionistas controladores da CCR. Algumas pessoas achavam que nós éramos a raposa no galinheiro.*

*Decidimos mudar esse conceito e fomos em busca de alguns líderes de opinião para expor a eles as nossas verdadeiras intenções. Uma das mais respeitáveis empresas privadas de capital empreendedor (private equity) era um desses formadores de opinião e fui muito bem recebido. Conversamos por quase três horas, mas essa empresa não adquiriu*

*uma única ação. A IPO não foi bem-sucedida e a demanda foi menor que a quantidade de ações ofertada. Os sócios precisaram adquirir parte das ações, que abriram a R\$ 18,00, com o valor da empresa definido em R\$ 1,5 bilhão.*

*Acredito que o preço das ações na IPO deveria ser a menor das preocupações de uma companhia quando busca abrir capital. O que realmente interessa é o que ocorre depois disso. A CCR lançou suas ações a R\$ 18,00. Seis meses depois, os papéis estavam a R\$ 5,40. Isso era totalmente absurdo para nós. Afinal, a esse preço, a capitalização de mercado da empresa era menos de R\$ 500 milhões.*

*Foi quando as críticas começaram a surgir. Algumas pessoas queriam que a empresa comprasse as ações de volta. Contudo, o bom senso prevaleceu e com persistência mostramos a todos o que estávamos de fato tentando fazer e começamos a trabalhar nos aspectos externos da boa governança corporativa: relações com investidores, transparência e total respeito aos direitos de acionistas minoritários.*

*Um ano depois, o mercado acordou de seu sono profundo e a CCR emitiu mais ações quando adquiriu a ViaOeste.<sup>81</sup> E, nesse momento, a história foi completamente diferente. O mercado tem um excelente sexto sentido e atribui corretamente valor às empresas. Nesse momento, as ações foram vendidas a R\$ 23,50, o que representa um valor da companhia de R\$ 2,3 bilhões e a demanda foi seis vezes maior que a oferta. Isso demonstra a capacidade de percepção do mercado.*

*Uma das maiores mudanças no país nos últimos anos tem sido o amadurecimento do mercado de capitais, seu crescimento e sua sofisticação. A sociedade ainda precisa entender a importância disso.*

---

<sup>81</sup> Outra operadora brasileira de rodovias com pedágio.

*Ao longo dos anos, temos melhorado a nossa relação com o mercado. Em 2005, ganhamos o prêmio do IBGC de Melhor Governança Corporativa e nos três últimos anos fomos incluídos entre as dez melhores empresas de capital aberto na classificação da Agência Estado.<sup>82</sup> Isso mostra que estamos fazendo nosso trabalho e estamos sendo reconhecidos por ele. Hoje,<sup>83</sup> depois de cada ação ter sido dividida em quatro, o preço gira em torno de R\$ 30,00, o que seria R\$ 120,00 antes da divisão e o valor de mercado da CCR excederia R\$ 12 bilhões.”*



—**Eduardo Andrade**, CCR,  
Membro do Conselho de Administração,  
Presidente do Comitê de Governança Corporativa e Acionista

## 5.2 Aprendendo com as reações de pessoas de fora

É natural que uma empresa que esteja passando pelo processo de implementação de melhorias de qualquer tipo espere elogios do mundo exterior, mas um *feedback* crítico, em geral, pode ser ainda mais valioso. Esse é o motivo pelo qual os olhos da empresa devem ficar abertos e os ouvidos sintonizados às reações externas, como atestam as integrantes do Círculo de Companhias.

### A NET enfrenta rumores do mercado

Em 2008, houve rumores no mercado de que os novos acionistas estratégicos da **NET** não dariam um tratamento justo aos acionistas minoritários no caso de uma mudança do controle. A NET enfrentou o desafio, enviando sua diretoria executiva em um *road show* de apresentações, usando a oportunidade para ouvir o mercado. A equipe escutou as principais preocupações e diferentes visões dos investidores e apresentou o *feedback* a seus acionistas controladores.

Como resultado, os acionistas estratégicos foram a público e esclareceram sua posição ao mercado, o que colocou foco na questão. A abordagem é consistente com a atitude de escuta ativa desenvolvida na empresa ao longo dos anos, com o aumento das práticas de boa governança corporativa. Mais uma vez, a abordagem aberta demonstrou seu valor.

<sup>82</sup> Agência Brasileira de Notícias, ligada ao jornal “O Estado de S. Paulo”.

<sup>83</sup> Essa declaração foi escrita em julho de 2008.

## O Grupo Suzano aprende com a reação do mercado

As empresas do **Grupo Suzano**, a Suzano Papel e Celulose e a Suzano Petroquímica decidiram fazer ofertas de ações subsequentes como uma maneira de aumentar a liquidez das ações, uma etapa importante na estratégia de governança corporativa, conforme descrito no Capítulo 4.

Mas o esforço enfrentou alguns problemas pelo caminho: a oferta da Suzano Papel e Celulose em 2003 atraiu novos acionistas importantes, muitos dos quais tinham horizonte de investimento de longo prazo. Isso inicialmente frustrou a meta de aumento de liquidez. Mesmo assim, outros benefícios surgiram, uma vez que investidores com esse perfil somado à visão dos acionistas controladores são vitais para os planos de longo prazo da empresa.

Para evitar uma reconcentração de liquidez, a Suzano Petroquímica introduziu um mecanismo provisório em seu Estatuto, preparando para sua oferta de ações em 2004. O texto passou a limitar a participação de um único acionista preferencial a 8% das ações preferenciais da companhia.

Ao fazer o mecanismo provisório, a empresa considerou os interesses de longo prazo expressos por alguns de seus novos acionistas, ou seja, eles queriam a flexibilidade necessária para adquirir mais ações. Uma oferta subsequente forneceu essa flexibilidade, como uma pequena oferta secundária. Alguns acionistas importantes foram preparados para vender parte de sua posição para aumentar a liquidez da negociação das ações e criar uma plataforma inicial que permitiria uma nova angariação de fundos no futuro próximo. A reconcentração teria frustrado o objetivo de aumentar a liquidez.

## A Ultrapar concede direitos de tag-along

A **Ultrapar** enfrentou uma situação desafiadora em 1999, quando suas ações foram emitidas pela primeira vez na Bolsa de Valores da BM&FBOVESPA no Brasil. Ao mesmo tempo, a empresa emitiu ADRs de Nível III na Bolsa de Valores de Nova York. Além dos rigorosos requisitos da *Securities Exchange Commission* (SEC) — Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos, a Ultrapar concedeu direitos de *tag-along* (direitos de usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da empresa) a todas as suas ações seis meses depois do IPO. O mercado influenciou bastante essa decisão ao considerar a concessão dos direitos de *tag-along* uma maneira de proteger os interesses dos acionistas minoritários, no caso de transferência do controle da empresa.

No final de 2001, com a aprovação da nova Lei das Sociedades Anônimas, os direitos de *tag-along* tornaram-se obrigatórios, oferecendo aos acionistas minoritários o direito de receber 80% do preço oferecido ao acionista controlador e somente para a transferência de ações com direito a voto. Conforme mencionado no Capítulo 4, a Ultrapar determinou que ficaria muito acima dos requisitos da lei, garantindo os direitos de *tag-along* a todas as ações e a 100% do preço de oferta.



*“A adoção de direitos de tag-along para todos os acionistas a 100% do preço de oferta trouxe mais mudanças na Lei das Sociedades Anônimas e hoje é ainda mais ampla do que o exigido pela legislação. Os direitos de tag-along tinham por objetivo fortalecer o alinhamento dos interesses econômicos de todos os acionistas. Essa decisão trouxe confiança aos acionistas e contribuiu positivamente para nossa oferta de ações subseqüente em 2005.”*



— **André Covre**, Ultrapar, Diretor Financeiro

## **6 A busca de melhores práticas é um processo de aprendizado contínuo**

Nunca é demais repetir que governança corporativa é um processo contínuo. Em cada estágio de melhorias na governança corporativa, uma empresa deve continuar a refletir sobre suas novas necessidades e que novas oportunidades podem derivar de seu modelo de governança corporativa. Isso é particularmente verdadeiro à medida que o cenário e o desenvolvimento dos negócios no conceito de boa governança corporativa continuam a evoluir.

Após a série de escândalos nos Estados Unidos e em outros lugares, envolvendo grandes corporações, o mercado tornou-se cada vez mais exigente em relação às melhorias nas práticas de governança corporativa e controles internos para aumentar a confiança dos investidores. A conscientização ocorrida após os escândalos criou um ambiente tendente a uma melhor governança corporativa. Isso foi observado na América Latina, em países como o Brasil: após o período inicial quando os investidores estavam impulsionando medidas básicas de governança corporativa, eles refinaram suas solicitações, buscando melhorias em qualidade de divulgação de informações, composição de conselhos de administração e muito mais. As lições aprendidas com o processo de padrões de referência descrito no Capítulo 3 podem ser usadas como o ponto de partida e como um processo contínuo de aprendizagem, conforme ilustrado pela trajetória das empresas do Círculo de Companhias.

### **CPFL Energia:**

Conforme observado anteriormente neste capítulo, a **CPFL Energia** realizou uma importante análise de seus mecanismos e práticas de governança corporativa em 2006, contando novamente com o apoio da consultoria internacional que havia auxiliado a empresa a delinear a sua estrutura inicial de governança corporativa, desta vez, com a finalidade de propor as modificações necessárias. Isso resultou em um novo modelo de governança corporativa que ganhou bastante em termos de flexibilidade e eficiência.

Por que a empresa fez mudanças nos processos relativos ao conselho de administração e seus comitês de assessoramento? Porque foi identificada a necessidade de processos mais eficientes e eficazes, visando aprimorar o processo decisório. A CPFL Energia passou por um período de grande crescimento desde a implementação das práticas de governança corporativa iniciais; em 2001, o grupo possuía apenas duas companhias. Hoje, tem mais de vinte subsidiárias que compartilham as mesmas diretrizes de governança corporativa. Depois de cinco anos da adoção da estrutura e dos processos de governança corporativa, a empresa percebeu que a diretoria executiva e os membros do conselho de administração estavam despendendo uma quantidade excessiva de horas em atividades de governança.

Desde setembro de 2006, quando o conselho de administração aprovou o novo modelo de governança corporativa, a companhia vem obtendo sólidos resultados:

- Significativa economia do tempo dispendido pela diretoria executiva e pelo conselho de administração
- Melhoria do fluxo de informações na tomada de decisões
- Considerável redução dos ruídos de comunicação

A empresa compreende que esta estrutura mais ágil e flexível é uma etapa de uma trajetória contínua de aprimoramento e futuramente será revisada e aprimorada.

#### **Homex:**

A **Homex** compartilha com outras integrantes do Círculo de Companhias o entendimento de que a manutenção de uma sólida governança corporativa é um processo contínuo. Mesmo nos dias atuais, ao observar as práticas em todo o mundo, a Homex sabe que o mercado requer melhoria constante. A Homex está continuamente avaliando novas fontes de padrões de referência e buscando novas tendências para atualizar o seu modelo. A companhia acredita que se mantendo atualizada com os padrões internacionais mais elevados de governança corporativa políticas dinâmicas e práticas de boa governança corporativa que ofereçam cada vez mais confiança aos investidores.

#### **O Grupo Suzano:**

A **Suzano** tem melhorado consideravelmente suas práticas desde 2003, avaliando de maneira continuada e cuidadosamente cada medida, antes da sua implementação continuada. Mas a transformação da governança corporativa é um processo dinâmico. A empresa deve estar preparada para atender a requisitos cada vez mais exigentes do mercado ao longo do tempo, reestruturando a governança corporativa de modo apropriado. Recentemente, a companhia realizou grandes esforços no mapeamento e na antecipação das tendências para que o mercado considere o grupo líder em termos de governança corporativa.

#### **A Ferreyros encontra oportunidades de melhorias contínuas fora da empresa**

Na **Ferreyros**, os líderes perceberam que uma mudança contínua é melhor implementada quando a situação atual da empresa é avaliada internamente e comparada aos padrões de referência tanto em âmbito nacional como internacional. Em 2001, a empresa juntou-se a um grupo que respondeu a um questionário que avaliava a propriedade e a transparência financeira, a estrutura e os procedimentos do conselho de administração e as relações com os acionistas. A companhia obteve uma boa pontuação na avaliação, mas o que fez com as informações foi bem mais importante. A Ferreyros decidiu usar o questionário como um ponto de partida para implementar melhorias baseadas nas áreas nas quais as respostas foram menos satisfatórias.

A empresa atualiza essa avaliação anualmente em um esforço contínuo para identificar áreas a ser melhoradas. O esforço permitiu a aderência (compliance) quando, em 2004, a Co-nasev (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores) publicou uma lista dos 26 requisitos de divulgação de informações para as empresas listadas, retirados do Código Peruano de governança corporativa.

No final de 2006, as avaliações da empresa foram aprimoradas ainda mais fazendo uso de um programa preparado pela CAF (Corporación Andina de Fomento). Agora, a Ferreyros pode definir prioridades e planejar adequadamente o que precisa ser feito.

Durante esse mesmo ano, a empresa participou de um concurso de governança corporativa organizado pela Procapitales e pela Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. Esse concurso exigia a apresentação de informações referentes ao tratamento dos acionistas, práticas do conselho de administração incluindo a presença de conselheiros independentes, comitês do conselho, transparência de informações, estrutura da diretoria executiva, gestão de riscos e finalmente relações com partes interessadas internas e externas. O esforço foi valioso por que:

- Ajudou a empresa a avaliar seu estado atual e a identificar mais mudanças por implementar
- Destacou a empresa por reconhecimento
- Permitiu melhorias contínuas: a companhia acredita que os investidores pagarão mais por práticas de boa governança corporativa
- Permitiu *feedback* dos organizadores sobre áreas a melhorar

Como resultado, a Ferreyros tem recebido inúmeros prêmios: em 2006, ganhou um referente aos direitos de acionistas. Em 2007, recebeu outro pelo melhor progresso anual em governança corporativa. O processo continua até os dias atuais. Em 2006, a empresa implementou a autoavaliação dos membros do conselho de administração e planejou a adoção de mudanças adicionais. Essa avaliação contínua é vital quando as empresas lidam com um negócio e um cenário de governança corporativa em constante mudança. As organizações devem permanecer ágeis e flexíveis, sempre prontas a adaptar o curso quando necessário.

### O longo e sinuoso caminho da NET

Um último bom exemplo da trajetória em direção da boa governança pode ser observado na **NET**. Agora já faz muitos anos que seus acionistas controladores e sua diretoria executiva têm trabalhado juntos para aprimorar a governança corporativa: um longo e, às vezes, sinuoso caminho vem sendo percorrido desde que a Multicanal se tornou uma empresa de capital aberto em 1996 e a Globo Cabo se juntou ao Nível 1 (2001) e ao Nível 2 (2002) da BM&FBOVESPA.

Olhando para trás, houve dificuldades que tiveram de ser superadas pela diretoria executiva e pelo conselho de administração juntos, como as preocupações iniciais sobre o compromisso de dirimir controvérsias por meio da Câmara de Arbitragem da BM&FBOVESPA e o impacto que isso poderia ter no progresso da empresa. Contudo, existe hoje um amplo reconhecimento de que sólidas práticas de governança corporativa aumentaram a percepção do público externo sobre a criação de valor.

Apesar dos bons resultados que se seguem a uma reforma de governança corporativa bem implementada, haverá novas batalhas a vencer. Novas circunstâncias do mercado, uma nova legislação ou novas iniciativas da empresa podem provocar outras ondas de resistência. A seguir, a maneira como os líderes de governança corporativa do Círculo resumem a jornada da empresa:

*“A jornada de governança corporativa nunca terá fim. Surgirão novas discussões e ideias. Alguns ativistas de governança corporativa desejarão liderar e implementar novas medidas mais rapidamente do que outros; isso desencadeará novas ondas de resistência; algumas ideias podem ser boas, mas precisarão de tempo para que sejam entendidas. Esse processo precisará de resiliência e de persistência. Precisarão de tempo para as pessoas realmente entenderem os benefícios de uma melhor governança corporativa; também precisará de pessoas que tenham as aptidões para estabelecer compromissos em diferentes níveis dentro das empresas e com diferentes grupos de acionistas. Mas tenho certeza que, daqui a cinco anos, quando olharmos para trás, veremos mercados de ações bem mais maduros na América Latina e daremos boas gargalhadas e teremos histórias que só conseguiremos contar daqui a dez anos.”*

—**Leonardo Pereira**, NET, ex-Diretor Financeiro



Este capítulo abordou maneiras de implementar as melhores práticas de governança corporativa. As integrantes do Círculo de Companhias forneceram exemplos de como enfrentar os desafios, usando as diferentes ferramentas à sua disposição e de como seguir etapas organizadas para garantir comprometimento e aderência (compliance). O capítulo demonstrou como as empresas podem aprender a escutar as sugestões do mercado e destacou a importância de um processo de transformação que envolve uma aprendizagem contínua.

Agora que as melhorias de governança corporativa estão em funcionamento, está na hora de avaliar os benefícios da implementação de tais práticas.

## Para reflexão e discussão

- Que elementos você incluiria como parte do processo de implementação de governança corporativa na sua empresa?
- Existem céticos que precisariam ser convencidos do valor da iniciativa? Como você superaria suas hesitações?
- A sua empresa está preparada para comunicar a ocorrência de mudanças? Onde você precisaria fazer complementações para que as mensagens principais fossem comunicadas de modo oportuno, interna e externamente?
- Onde a sua companhia pode encontrar feedback sobre o conteúdo e o progresso das melhorias de governança corporativa? Identifique alguns de seus principais grupos representados e partes interessadas.
- Que mecanismos de governança corporativa a sua empresa poderia criar para garantir que as melhorias sejam feitas de modo contínuo?



# 7

## OS BENEFÍCIOS TANGÍVEIS DA BOA GOVERNANÇA CORPORATIVA







# Capítulo 7

## Os benefícios tangíveis da boa governança corporativa



### PRINCIPAIS MENSAGENS

**As empresas acreditam no valor da boa governança corporativa.** As integrantes do Círculo de Companhias, como líderes em governança corporativa na América Latina, acreditam firmemente que a boa governança contribuiu consideravelmente para o sucesso de suas empresas e que é essencial para boas perspectivas de negócios no longo prazo.

**Dados empíricos confirmam a crença das empresas nos benefícios da melhoria da governança corporativa.** A análise empírica realizada neste capítulo mostrou que as integrantes do Círculo de Companhias, que investiram mais em políticas e práticas de governança corporativa, produziram resultados operacionais e de mercado consideravelmente melhores do que seus pares na América Latina. Isso se reflete em níveis mais elevados de rentabilidade, múltiplos de valor das ações e liquidez, além de redução do custo de capital.

**A boa governança corporativa ajuda nos bons tempos e nos tempos desfavoráveis da economia.** Os resultados positivos tangíveis da boa governança corporativa são evidentes quando a economia e o mercado estão crescendo. No entanto, a boa governança corporativa também ajuda as empresas a vencer as graves consequências de uma crise econômica com mais equilíbrio, conforme evidenciado na análise durante a crise financeira global do final de 2008.

**E**sforços para medir o desempenho da empresa e o impacto dos aprimoramentos da governança corporativa sobre os resultados têm ganhado impulso desde a primeira vez que a questão começou a atrair mais atenção no início da década de 1990.

Toda a discussão sobre governança corporativa baseia-se na premissa de que a adoção das melhores práticas influencia positivamente o desempenho das empresas. Conforme observado no Capítulo 1, diversos benefícios resultam das boas práticas de governança corporativa, incluindo:

- › Melhores processos de tomada de decisões na alta gestão
- › Ambientes de controle mais eficazes
- › Redução no custo de capital das empresas

Para as listadas em bolsa de valores, o benefício mais comumente discutido da boa governança corporativa é o efeito sobre o valor das ações, liquidez e composição da carteira de investidores. Tais benefícios foram os principais fatores de motivação das empresas do Círculo de Companhias quando empreenderam o caminho rumo a melhorias das políticas e práticas de governança corporativa.

Este capítulo mostra as evidências de uma análise quantitativa para identificar ganhos tangíveis obtidos pelo grupo das integrantes do Círculo de Companhias,<sup>84</sup> quando comparadas à comunidade mais ampla das empresas latino-americanas listadas em bolsa.

A Seção 1 descreve a abordagem geral obtida nessas análises, seguida das Seções 2 e 3, que detalham os resultados com indicadores de desempenho operacional e de mercado, incluindo o custo de capital, durante períodos sustentados de crescimento.

A Seção 4 compara o desempenho das empresas do Círculo com o de outras companhias da América Latina, após o surgimento da crise financeira global de 2008, incluindo a reação do valor das ações. Aborda também a dimensão do impacto dessa crise econômica sobre o retorno das companhias que já contam com as estruturas e processos de boa governança.

O capítulo termina com o testemunho em primeira mão de líderes de empresas do Círculo de Companhias sobre o valor de sua trajetória rumo às melhores práticas de governança corporativa.

## 1 Abordagem geral em relação à análise comparativa

Os acadêmicos e os especialistas em governança corporativa vêm tentando, há muito tempo, identificar e demonstrar empiricamente que existe um vínculo entre as boas práticas de governança e o sucesso das empresas. Diversos estudos investigaram como características específicas de governança de uma companhia afetam sua rentabilidade, volatilidade das ações, valor das empresas e outros resultados.<sup>85</sup> Essas evidências levaram diversos acadêmicos e profissionais, organizações internacionais e grupos de defesa, investidores e líderes, incluindo os do Círculo de Companhias, a acreditar firmemente que a boa governança corporativa leva a benefícios tangíveis e afeta o desempenho e os resultados da empresa.

Ao mesmo tempo, não é fácil quantificar por completo e de forma inequívoca a relação entre as práticas de boa governança corporativa e o desempenho das empresas. Alguns questionam o hipotético impacto direto da governança corporativa sobre o desempenho, alegando que não há um contexto totalmente aceito para determinar como as estruturas e os processos de governança corporativa influenciam o desempenho das empresas. Entre as questões, figuram as seguintes: a complexidade envolvida na definição e mensuração da governança corporativa e a difícil caracterização do sucesso à melhoria da governança corporativa, já que esta pode não ser o único motivo para um melhor desempenho de uma determinada companhia.

Apesar das dificuldades de mensuração, é importante enfatizar que existe um reconhecimento global dos benefícios da boa governança corporativa para empresas e para mercados. Assim, a análise aqui realizada mostra que as integrantes do Círculo de Companhias apresentaram um melhor desempenho operacional e de mercado do que seus pares da América Latina nos últimos anos, uma vez que aperfeiçoaram a qualidade de sua governança corporativa. A evidência comparativa demonstra que um grupo de empresas identificadas como líderes na

---

<sup>84</sup> Nem todas as integrantes do Círculo de Companhias foram usadas em todas as análises. O Grupo Suzano é tratado como duas empresas separadas, Suzano Papel Celulose e Suzano Petroquímica, uma vez que as duas companhias foram listadas separadamente na bolsa de valores, embora tenham participado do Círculo como uma única empresa e as duas entidades tenham pertencido ao mesmo grupo de controle. A Suzano Petroquímica foi excluída dos dados de 2008, após a sua aquisição pela Petrobras em 2007. A análise não inclui a Atlas, que foi listada na Costa Rica antes da sua aquisição em 2008 pela Mabe do México, uma vez que o banco de dados da Economática® não engloba listadas do mercado de ações da Costa Rica.

<sup>85</sup> Ver o Capítulo 1 (página 11) para obter referências para alguns dos estudos que constataram os benefícios das melhores práticas de governança corporativa em termos de valor da empresa.

América Latina em governança corporativa, com sólidos compromissos com a melhoria da sua governança como parte importante de sua estratégia de negócios, também tem obtido um sólido sucesso em termos de desempenho financeiro e operacional em vários indicadores, quando comparado à companhia latino-americana média.

A análise examina de forma detalhada um grupo de empresas do Círculo de Companhias que investiu mais do que a média em termos de recursos e de atenção para a melhoria das estruturas e processos de governança corporativa, conforme descrito nos seis capítulos anteriores do *Guia*. Avalia também se essas organizações de fato exibem melhores indicadores de desempenho do que um amplo grupo de pares latino-americanos.

Apesar de os dados não demonstrarem necessariamente uma relação de causalidade entre boa governança corporativa e melhor desempenho, fornecem um sólido suporte à crença das catorze integrantes do Círculo de Companhias, com base em suas próprias análises, de que o aprimoramento dos padrões de governança tem gerado resultados melhores e benefícios impressionantes, incluindo os financeiros e de outras ordens.<sup>86</sup>

## 1.1 Análise apresenta cinco abordagens

Para demonstrar ganhos econômicos, financeiros e tangíveis das melhores práticas de governança, foi realizada uma análise quantitativa das empresas do Círculo de Companhias, fazendo uso de cinco abordagens diferentes,<sup>87</sup> divididas em dois grandes grupos: indicadores operacionais e custo de capital.

### GRUPO 1: Indicadores operacionais

- › Primeira abordagem: comparação de indicadores contábeis tradicionais
- › Segunda abordagem: análise do lucro econômico

### GRUPO 2: Custo de capital

- › Terceira abordagem: comparação de indicadores tradicionais do mercado de ações
- › Quarta abordagem: análise do impacto de divulgações de melhorias de GC
- › Quinta abordagem: análise do retorno total das ações

A fundamentação lógica da utilização de diversas abordagens é confirmar, por meio de diferentes metodologias, a percepção das integrantes do Círculo de que auferiram melhores resultados após melhorar seus padrões de governança. A natureza diversificada do grupo, em termos de nacionalidade, tamanho, setor e estrutura de propriedade, reduz a possibilidade de que as melhorias de desempenho tenham ocorrido devido a uma característica específica, como setor, tamanho ou local.<sup>88</sup>

<sup>86</sup> Não é intenção deste capítulo provar a causalidade entre as melhores práticas de governança corporativa das empresas do Círculo e seus impressionantes resultados financeiros, operacionais e do preço das ações. A análise não se baseia na seleção aleatória de amostras, e não tem controle total de outros fatores que também possam ter contribuído para o desempenho das empresas do Círculo de Companhias. Entretanto, alguns desses fatores são analisados e considerados mais adiante neste capítulo em uma revisão da robustez dos resultados, tais como diferenças em países e setores representados, tamanho e risco. Também são examinados diferentes períodos de tempo relativos tanto ao crescimento do mercado como a desacelerações para testar a aplicabilidade dos resultados.

<sup>87</sup> A metodologia que apoia cada abordagem é apresentada no Apêndice 5.

<sup>88</sup> A diversidade é um aspecto interessante do estudo de um grupo de empresas como as do Círculo. A intenção das instituições multilaterais que apoiam a iniciativa do Círculo de Companhias na busca dessa diversidade era oferecer um conjunto de experiências moldadas por diferentes contextos e condições, permitindo assim que o Círculo sirva como uma referência para um maior número de empresas latino-americanas. Essa condição é apropriada para uma análise da relação entre boa governança corporativa e bons resultados.

## 2 Impacto da governança corporativa sobre indicadores operacionais

Muitos estudos argumentam que as melhores práticas de governança corporativa traduzem-se em mais acesso a capital e a financiamentos, o que resulta em um custo de capital mais baixo.<sup>89</sup> Contudo, uma vez que um melhor modelo de governança corporativa pode ajudar as empresas a tomar melhores decisões estratégicas e de negócios, também é razoável argumentar que companhias melhor governadas alcançam resultados operacionais melhores, conforme descrito a seguir. Esse benefício potencial é importante, já que se aplica a empresas listadas e não-listadas, enquanto o maior valor das ações se aplica somente àquelas listadas.

### 2.1 Comparação de indicadores contábeis tradicionais

Nesse primeiro grupo de análises, são apresentados os resultados de uma comparação das empresas do Círculo de Companhias com seus pares da América Latina. Inicialmente, a comparação é feita usando indicadores contábeis tradicionais. Essa análise compara indicadores operacionais selecionados das integrantes do Círculo de Companhias com a média de todas as listadas da América Latina. Para evitar distorções de curto prazo, o indicador médio de cada empresa foi calculado para um período de três anos (2005 a 2007).<sup>90</sup>

A ideia é verificar se as companhias com melhores padrões de governança corporativa, representadas pelas empresas do Círculo de Companhias, apresentam resultados operacionais consistentemente melhores do que a empresa mediana no mercado. Foram escolhidos seis indicadores comuns e relevantes:

- › Duas medidas de rentabilidade:
  - + ROE — Retorno sobre o Patrimônio (lucro líquido/patrimônio líquido)
  - + Margem EBITDA<sup>91</sup> — (EBITDA/receita operacional)
- › Uma medida de distribuição de dividendos:
  - + Índice de Pagamento de Dividendos (dividendos por ação/lucro por ação)
- › Duas medidas de solvência do negócio no curto prazo:
  - + Índice de Liquidez Corrente (ativo circulante/passivo circulante)
  - + Índice de Solvência (EBIT<sup>92</sup>/despesas com juros)
- › Uma medida de alavancagem financeira:
  - + Índice de Endividamento (dívidas de curto + longo prazos/total de ativos)

Após reunir dados de todas as empresas do Círculo de Companhias e de 1.078 empresas listadas da América Latina, os resultados são apresentados no Gráfico 1 a seguir.<sup>93</sup>

---

<sup>89</sup> Ver o Capítulo 1 (página 11) para obter referências para alguns dos estudos que constataram os benefícios das melhores práticas de governança corporativa em termos de custos de capital bem como valor da empresa.

<sup>90</sup> Para essa análise, foi escolhido um período relativamente recente, correspondente ao período durante o qual o Círculo de Companhias foi criado e muitas melhorias da governança corporativa foram realizadas pelas empresas do Círculo. Contudo, outros períodos foram escolhidos para outras análises posteriormente neste capítulo para considerar como o desempenho pode ter variado durante um período mais longo.

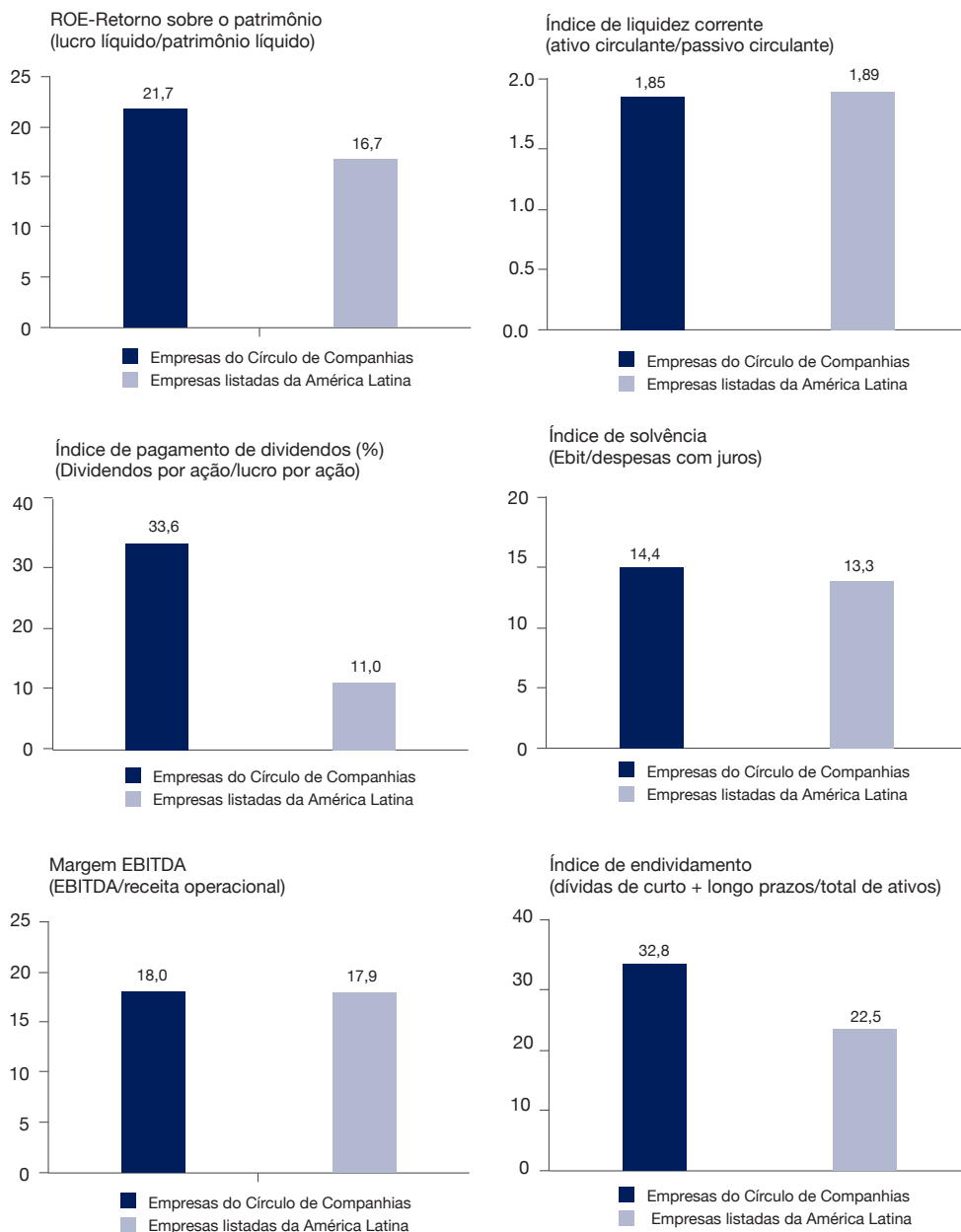
<sup>91</sup> EBITDA sigla em inglês para Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (Lucros antes da dedução de juros, impostos, desvalorização e amortização). É uma forma muito usada de medir a rentabilidade das empresas. Alguns analistas também usam essa medida como substituta para o fluxo de caixa gerado pelas empresas.

<sup>92</sup> EBIT sigla em inglês para Earnings Before Interest and Taxes (Lucros antes da dedução de juros e impostos). É uma medida muito usada do poder aquisitivo da empresa a partir de operações em andamento.

<sup>93</sup> O grupo de pares consiste em todas as empresas latino-americanas com ações negociadas de 2005 a 2007. Os dados foram coletados da Economatica<sup>®</sup>, um banco de dados eletrônico focado em companhias latino-americanas. Mais detalhes sobre a metodologia estão contidos no Apêndice 5.

### Gráfico 1 – Comparação de indicadores operacionais selecionados

Membros do Círculo de Companhias comparados às 1.078 empresas latino-americanas listadas, usando resultados médios dos dois grupos para o período entre 2005 e 2007.



Em linha com o argumento de que a boa governança corporativa vale a pena, o Gráfico 1 mostra que o grupo de companhias do Círculo produziu resultados operacionais melhores em termos de rentabilidade, conforme observado pelo ROE, do que seus pares latino-americanos. Especificamente, mostraram um ROE médio de 21,7% nos três anos de 2005 a 2007, comparado a um ROE médio de 16,7% por parte do amplo grupo de empresas latino-americanas no mesmo período.

Dois resultados adicionais merecem destaque:<sup>94</sup>

- As empresas do Círculo de Companhias pagaram mais dividendos em relação ao seu lucro, conforme mostrado pelo gráfico do Índice de Pagamento. Elas distribuíram em média cerca de 34% dos lucros por ação, contra apenas 11% por parte de todas as empresas latino-americanas. Embora não esteja claro que pagamentos de dividendos mais altos sejam necessariamente melhores para investidores (uma vez que dividendos mais altos estejam às vezes vinculados a ações preferenciais com direitos restritos dos acionistas), muitos investidores preferem fluxos de caixa maiores sob a forma de dividendos. Isto pode também aumentar o apelo das ações da empresa, atraindo mais investidores.
- As integrantes do Círculo de Companhias são mais avançadas financeiramente do que o grupo de empresas latino-americanas, conforme mostrado pelo Índice de Endividamento de 32,8%, comparado aos 22,5% do amplo grupo da comparação. Do mesmo modo que os resultados do Índice de Pagamento de Dividendos, isso também pode ser considerado um indicador positivo: historicamente, as empresas latino-americanas têm sido deficientemente avançadas, principalmente no longo prazo, devido à falta de acesso a crédito a custos razoáveis. Assim, pode-se argumentar que proporções maiores de endividamento de longo prazo sinalizam que essas empresas têm mais condições de acessar mercados de dívidas de longo prazo ou financiamento bancário a custos razoáveis. Por outro lado, empresas com mais alavancagem podem incorrer em maiores riscos de insolvência, principalmente em momentos de grande estresse no mercado de crédito, uma vez que dependem da capacidade de emitir novas dívidas ou de gerar fluxos de caixa constantes para amortizar o serviço da dívida.<sup>95</sup>

## 2.2 A segunda abordagem: análise do lucro econômico mostra resultados positivos

Uma vez que a adoção das melhores práticas de governança corporativa pode melhorar os processos de tomada de decisões na alta gestão e reduzir o custo de capital, existe uma boa probabilidade de que as companhias melhor administradas possam criar mais valor para o acionista por meio de melhores resultados operacionais. Como resultado, os investidores de longo prazo desejam saber quanto valor econômico as empresas que receberam seus aportes estão criando ou destruindo.

Uma medida especialmente desenvolvida do lucro econômico de todas as empresas de 1995 a 2008<sup>96</sup> identifica o valor econômico criado ou destruído pelas integrantes do Círculo de Companhias e seus pares latino-americanos durante um longo período. A análise compara a evolução do lucro econômico anual, uma versão simplificada de EVA<sup>®</sup>,<sup>97</sup> das empresas do Círculo de Companhias com os indicadores médios das empresas latino-americanas de 1995 a 2008. Uma vez que as companhias do Círculo melhoraram consideravelmente suas práticas de governança corporativa durante o período, é possível investigar se as empresas também

---

<sup>94</sup> Para os outros três indicadores, sobre a margem EBITDA e solvência no curto prazo (índices de liquidez e de solvência), foi observada somente uma diferença ligeiramente mais alta, mas estatisticamente insignificante para as empresas do Círculo de Companhias em comparação a seus pares latino-americanos, o que não permite uma conclusão clara de que esse grupo exibiu melhores resultados sobre esses indicadores.

<sup>95</sup> Esse resultado pode ser devido a um melhor acesso aos mercados de títulos e/ou aos bancos pelas empresas do Círculo de Companhias e não a outras dificuldades financeiras.

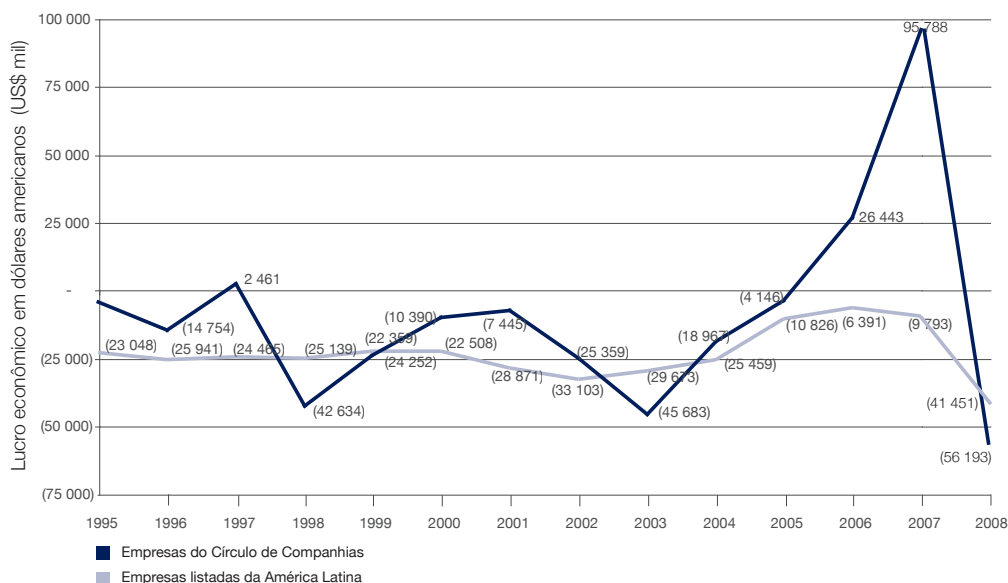
<sup>96</sup> Esse período foi escolhido principalmente por duas razões: durante esse período ocorreram melhorias na governança corporativa das empresas do Círculo de Companhias que reduziram a inflação, permitindo análises mais realistas, principalmente dos dados brasileiros.

<sup>97</sup> Ver o Glossário para obter uma definição mais completa do EVA<sup>®</sup>, sigla em inglês para Economic Value Added (Valor Econômico Adicionado).

aumentaram sua geração de riqueza durante o período em que melhoraram suas práticas de governança corporativa.<sup>96</sup> Os resultados são apresentados no Gráfico 2 a seguir.

### Gráfico 2 – Lucros econômicos, 1995 a 2008

Evolução do lucro econômico anual (uma versão simplificada de EVA<sup>®</sup>) das integrantes do Círculo de Companhias, comparada ao lucro das 1.078 empresas latino-americanas listadas, usando resultados médios dos dois grupos para o período entre 1995 e 2008.



**O custo de capital pode influenciar resultados.** O Gráfico 2 mostra que as empresas da região, incluindo as do Círculo, apresentaram um resultado geral negativo na criação de valor durante o período de dez anos de 1995 a 2004. Isso provavelmente foi causado pelo custo mais elevado de capital na América Latina. Contudo, a redução do custo de capital nos anos seguintes por causa da estabilidade financeira relativa da região parece ter contribuído para uma mudança do quadro. Uma análise do período entre 2006 e 2007 revela que as empresas do Círculo de Companhias parecem mais bem preparadas, com a criação de um valor adicionado de cerca de US\$ 122 milhões entre 2006 e 2007, comparado à destruição geral de valor de cerca de US\$ 16 milhões para o grupo representante de todas as empresas latino-americanas durante o mesmo período. A crise financeira global de 2008 parece ter impactado todas as empresas da região, com uma destruição média do valor econômico de cerca de US\$ 41 milhões para o grupo das listadas latino-americanas, comparado a uma destruição média de valor de US\$ 56 milhões para as do Círculo.

A aparente maior volatilidade de lucro econômico no grupo do Círculo de Companhias, com extremos maiores para os resultados positivos e negativos, pode ser o resultado de dois fatores: a exclusão de valores discrepantes (valores extremos) do grupo com todas as empresas latino-americanas e o fato de as do Círculo de Companhias serem um grupo consideravelmente menor.

<sup>96</sup> Deve-se observar que o indicador de lucro econômico tem uma vantagem sobre os coeficientes contábeis tradicionais (usados na primeira abordagem) ao considerar tanto o custo de capital da oportunidade como o montante alocado na empresa pelos investidores.

De modo geral, a segunda análise mostra que as companhias do Círculo destruíram menos valor quando as condições macroeconômicas na América Latina eram mais adversas até 2004; criaram mais valor quando a região se tornou um ambiente econômico e de negócios mais estável durante o período de rápido crescimento entre 2005 e 2007; e sofreram uma destruição de valor econômico da mesma magnitude de seus pares latino-americanos após o surgimento da crise financeira global em 2008.

### 3 Impacto da governança corporativa no custo de capital

Neste segundo grupo, o foco das análises recai sobre o componente crucial da competitividade de qualquer empresa: o custo de capital. O acesso a um custo menor de capital gera imediatamente dois benefícios: um aumento no valor de mercado da companhia e consequente incremento da riqueza dos acionistas; e um aumento no número de projetos viáveis a ser realizados pelas empresas, uma vez que a taxa mínima de rentabilidade exigida da empresa é reduzida.

#### 3.1 Comparação de indicadores tradicionais do mercado de ações

Esta seção apresenta uma comparação entre as empresas do Círculo de Companhias e as demais latino-americanas, usando indicadores tradicionais do mercado de ações — a terceira abordagem analítica aplicada. Aqui, indicadores selecionados de mercado das catorze companhias do Círculo são comparados a indicadores médios de todas as empresas listadas da América Latina. Semelhante à primeira abordagem apresentada na Seção 2, o indicador médio de cada empresa é calculado por três anos, de 2005 a 2007 a fim de evitar distorções a curto prazo.

A ideia aqui é verificar se as empresas com melhores padrões de governança corporativa, conforme representado pelas do Círculo de Companhias, exibem melhores indicadores do mercado de ações do que a média latino-americana. Seis indicadores relevantes e comumente usados foram escolhidos:

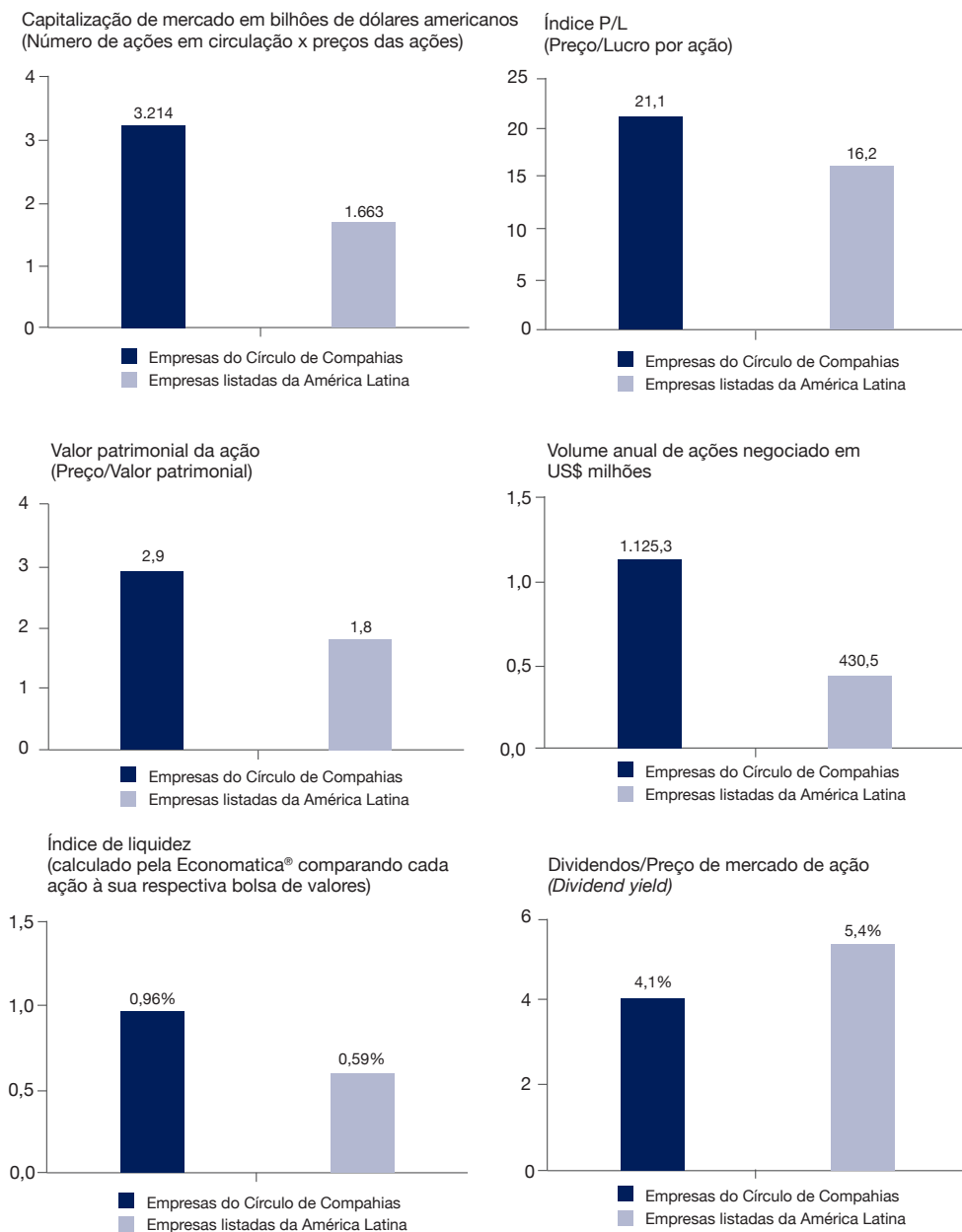
- › Uma medida de valor absoluto:
  - + Capitalização de mercado (número de ações em circulação x preço das ações)
- › Duas medidas de valor relativo:
  - + Índice P/L — Preço/Lucro por ação
  - + Preço/Valor Patrimonial por ação
- › Duas medidas de liquidez de ações:
  - + Volume diário de ações negociadas
  - + Índice de liquidez (calculado pela respectiva bolsa de valores)
- › Uma medida de rendimento das ações exclusivamente devido a dividendos recebidos no ano:
  - + Dividendos/preço de mercado da ação (*dividend yield*)

Os resultados são apresentados no Gráfico 3.



### Gráfico 3 – Comparação de indicadores selecionados do mercado

Comparação de indicadores selecionados do mercado das empresas do Círculo de Companhias e das 1.078 listadas latino-americanas, usando os resultados médios dos dois grupos para o período entre 2005 e 2007. Os números referem-se à média de três anos para cada grupo.



Os resultados do Gráfico 3 destacam o valor da boa governança corporativa: o grupo de companhias do Círculo produziu indicadores de mercado consideravelmente melhores do que o grupo de todas as listadas latino-americanas em termos de valor relativo e liquidez de ações. Dois resultados se destacam:

Em média, as empresas do Círculo são negociadas com múltiplos de valor das ações mais elevados do que a média das empresas latino-americanas, indicando uma melhor “percepção de valor” por parte dos investidores. Em média, as ações são negociadas 21 vezes os lucros por ação, comparadas a cerca de 16 vezes os lucros das outras empresas latino-americanas. Além disso, as ações valem cerca de 2,9 vezes seu valor patrimonial, comparadas a apenas 1,8 vez dos pares latino-americanos. Os resultados mostram claramente que os investidores valorizam as ações das companhias do Círculo mais do que as das empresas médias.

As empresas do Círculo de Companhias também têm maior liquidez de suas ações, outro ponto fundamental que os investidores levam em consideração. O índice de liquidez das suas ações é cerca do dobro do índice para os pares latino-americanos.

### **Interpretação de resultados dos dividendos/preço de mercado de ação (*dividend yield*).**

O indicador final de *dividend yield* requer uma análise mais detalhada: as ações das empresas do Círculo de Companhias apresentam um rendimento menor, provavelmente devido ao cálculo do indicador, que leva em conta os dividendos pagos no período dividido pelo preço inicial das ações.

Uma vez que o rendimento total de uma ação depende não apenas do *dividend yield*, mas também da valorização da ação (o aumento de preço do papel) e lembrando que os preços das ações das empresas do Círculo aumentaram mais rápido nesse período, é possível que o rendimento geral para os investidores tenha sido maior para as integrantes do Círculo (apesar de terem tido um menor *dividend yield*). Além disso, algumas empresas oferecem rendimentos maiores de dividendos para ações sem direito a voto, como uma remuneração extra pelos direitos mais restritos dos acionistas minoritários. Assim, dividendos maiores em alguns casos podem ser inversamente correlacionados a alguns aspectos de qualidade de governança corporativa.

## **3.2 Análise do impacto de divulgações de melhorias de governança corporativa**

Quando as empresas divulgam que possuem ou que melhorarão seus padrões de governança corporativa, efetuando uma listagem cruzada nas bolsas de valores com requisitos mais exigentes, contratando conselheiros independentes e diretores executivos não familiares, além de adotar medidas de melhoria da governança corporativa em larga escala, entre outras iniciativas, é razoável esperar que seus negócios ficarão melhores no longo prazo. Como resultado, deveria haver uma reação imediata e positiva no preço das ações, logo após a divulgação das boas notícias.

Essa quarta abordagem, de análise do impacto da boa governança corporativa, considera o efeito de divulgações inesperadas das melhorias das práticas de governança corporativa sobre os preços das ações. É uma análise denominada de estudo de evento, usando divulgações de melhorias relevantes na governança corporativa das integrantes do Círculo de Companhias.

A ideia aqui é verificar se as companhias atingiram rendimentos positivos substanciais durante o período da divulgação de melhorias de governança corporativa, denominado “janela de eventos.”<sup>99</sup> Essa é provavelmente a medida de maior confiança no impacto real e causal da governança corporativa sobre o valor das empresas.

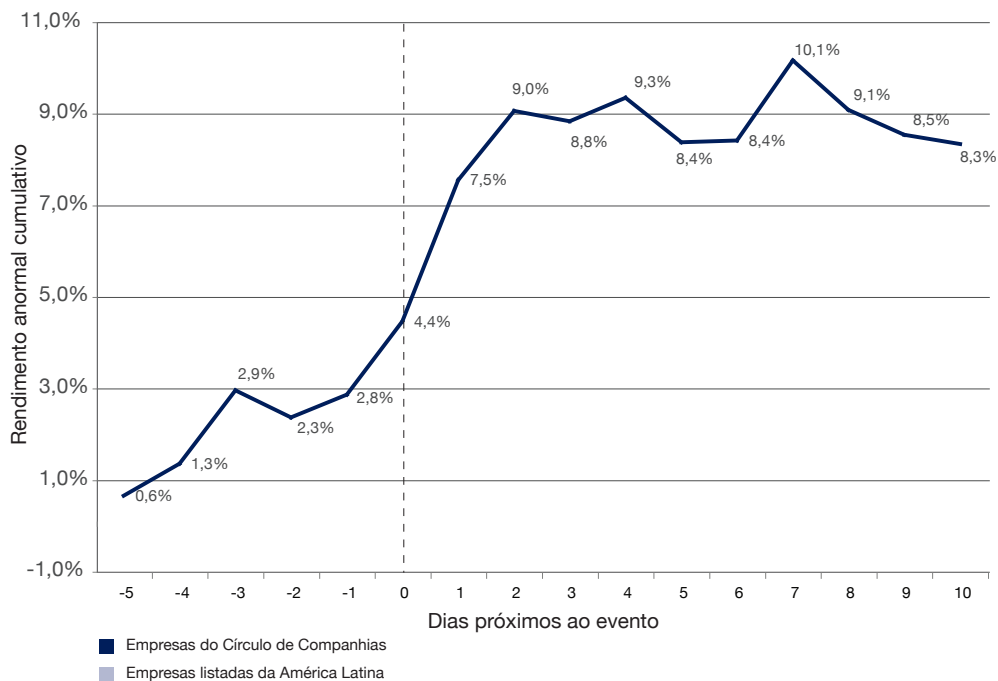
---

<sup>99</sup> Foi aplicada a metodologia de estudo de eventos elaborada por Campbell et al (1997). Essa metodologia é bem conhecida e aceita nos meios acadêmicos.

Para esta análise, doze divulgações separadas de mudanças qualificadoras de melhorias substanciais de governança corporativa foram obtidas e analisadas em termos de impacto. O Gráfico 4 exibe os resultados agregados. Para obter mais informações sobre as notícias individuais, incluindo a redação integral das divulgações, datas e empresas emissoras das liberações, consulte o Apêndice 5.

#### Gráfico 4 – Rendimento anormal médio cumulativo

Estudo de eventos que analisa o impacto de doze divulgações inesperadas de melhorias das práticas de governança corporativa sobre os preços das ações das empresas do Círculo.



**Reação positiva do mercado.** Uma análise do Gráfico 4 mostra que a reação do mercado, após a divulgação das melhorias de governança corporativa, é extremamente positiva: em média, as empresas do Círculo de Companhias experimentaram um rendimento anormal<sup>100</sup> positivo de cerca de 8%, após a divulgação de tais novidades na mídia. Isso demonstra claramente que o mercado recebe com satisfação e valoriza melhorias nas práticas de governança corporativa, com uma disposição imediata de pagar um preço mais alto pelas ações.



#### Para consideração

As empresas do Círculo de Companhias adicionaram cerca de 8% a seu valor de mercado, comunicando publicamente melhorias nas estruturas e processos de governança corporativa.

<sup>100</sup> O termo "anormal" significa a apreciação das ações durante o período, descontados o rendimento do mercado e o rendimento esperado nos mesmos dias.

### 3.3 O resultado final: análise do retorno total das ações

Esta abordagem final abrange o resultado final dos investidores no mercado de ações: total de rendimento das ações. Especificamente, essa abordagem investiga se as ações das empresas do Círculo de Companhias geram um rendimento maior no longo prazo em comparação a dois padrões de referência diferentes: todas as latino-americanas listadas e o grupo de companhias da América Latina com ADRs emitidos no mercado dos Estados Unidos.

Do ponto de vista dos investidores, é importante determinar se investimentos em uma carteira de empresas com melhores práticas de governança corporativa teriam produzido rendimentos maiores no longo prazo do que em carteiras diferentes. A hipótese é que aquelas com melhores práticas de governança corporativa serão uma melhor opção de investimento para acionistas, produzindo rendimentos anuais maiores em termos de ações. Para explorar essa hipótese, dois gráficos, analisando a evolução dos rendimentos anuais combinados de uma carteira hipotética do Círculo de Companhias, igualmente ponderados entre as empresas, foram criados em comparação aos dois padrões de referência acima especificados. Os resultados são apresentados nos Gráficos 5a e 5b.

**Resultados surpreendentes.** Os resultados apresentados nos Gráficos 5a e 5b são surpreendentes: um investimento individual de US\$ 1 em uma carteira com ações de todas as empresas do Círculo em 31 de dezembro de 1997 teria conseguido rendimentos excepcionalmente mais altos onze anos depois, mesmo depois do surgimento da atual crise financeira global em 2008, comparado a um investimento em qualquer outra carteira.

Especificamente, US\$ 1 investido na “Carteira do Círculo de Companhias” hipotética teria resultado em US\$ 15,45 no final de 2008, um rendimento acumulado de 1.445%. Compare esse rendimento aos US\$ 3,41 ganhos em uma carteira com todas as empresas latino-americanas e aos US\$ 2,32 em uma carteira composta de emissores latino-americanos de ADRs.<sup>101</sup>



#### Para consideração

De modo geral, os investidores que compraram ações das empresas do Círculo de Companhias, em 31 de dezembro de 1997, teriam, em 31 de dezembro de 2008, uma posição de capital no valor de:

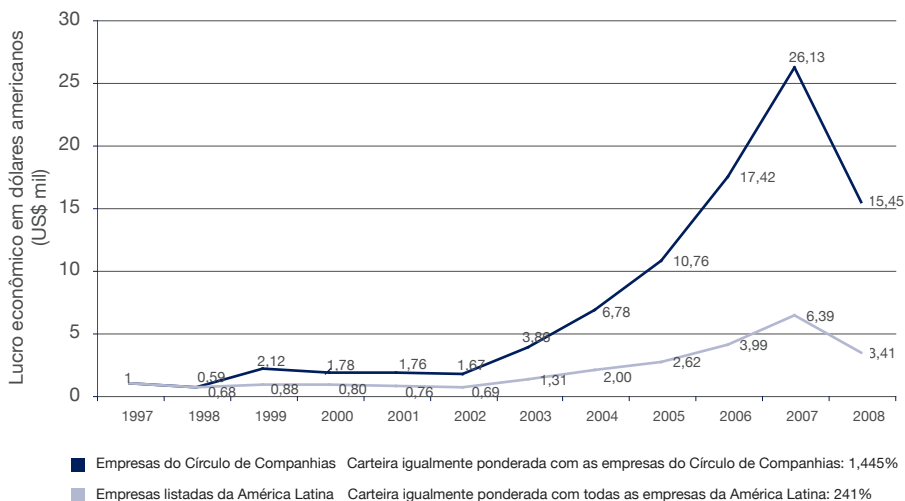
- Cinco vezes mais do que um investimento semelhante em todas as empresas latino-americanas
- Seis vezes mais do que um investimento semelhante em empresas latino-americanas com ADRs nos mercados dos Estados Unidos

O crescimento mais lento em valores de ações de emissores de ADRs, um grupo de empresas que é obrigado a seguir requisitos mais rígidos de governança corporativa e de divul-

<sup>101</sup> Como algumas companhias do Círculo apresentaram rendimentos de ações extremos (tanto altos como baixos) em determinados anos, foram feitos dois testes adicionais: um, excluindo as ações do Círculo de Companhias com os rendimentos mais altos e mais baixos em cada ano, e outro, excluindo as empresas do Círculo com rendimentos combinados mais altos e mais baixos durante todo o período. Em ambos os casos, a carteira com as empresas do Círculo ainda forneceu rendimentos de ações bem superiores. Finalmente, foi feita uma análise de 2002 a 2008, excluindo o período de 1998 a 2001, quando foram identificados diversos rendimentos de ações extremos tanto das empresas do Círculo como dos seus pares latino-americanos. Mais uma vez, os resultados permaneceram essencialmente os mesmos.

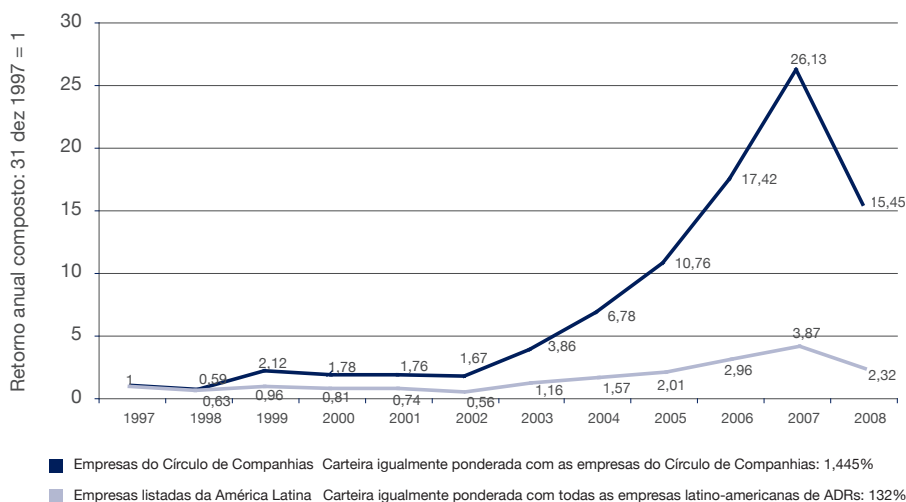
### Gráfico 5a — Retornos anuais compostos, 1998 a 2008

Rendimentos anuais compostos de ações das empresas do Círculo de Companhias, comparados a uma carteira igualmente ponderada das 1.073 empresas latino-americanas listadas entre 1998 e 2008.



### Gráfico 5b — Retornos anuais compostos: 1998 a 2008 Empresas do Círculo de Companhias x Empresas latino-americanas emissoras de ADRs

Rendimentos anuais compostos de ações das empresas do Círculo de Companhias, comparados a uma carteira igualmente ponderada de todas as 113 empresas latino-americanas com ADRs entre 1997 e 2008



gação de informações do que a média das latino-americanas listadas, pode ser explicado pelo fato de os emissores latino-americanos de ADRs estarem entre as maiores companhias latino-americanas listadas e há mais tempo estabelecidas. Em muitos casos, essas empresas foram obrigadas a adotar práticas mais rígidas antes de efetuar uma listagem cruzada de suas ações e, assim, podem ter recebido rendimentos referentes às melhorias logo no início, deixando menos espaço para ganhos adicionais durante o período sob análise.

Por outro lado, as empresas do Círculo aprimoraram seus padrões de governança corporativa durante o período sob análise, incluindo muitas melhorias que ultrapassam os requisitos associados à governança corporativa de emissores de ADRs. Isso pode ser um motivo para os rendimentos superiores de suas ações, quando comparados aos emissores de ADRs. Outra possibilidade é que os emissores de ADRs eram empresas com um rendimento previsto menor, uma vez que foram consideradas de menor risco. Se esse fosse o caso, um rendimento total absoluto menor não significaria necessariamente um rendimento ajustado a um risco menor. Essa possibilidade é examinada mais adiante neste capítulo.

### 3.4 Qual é o grau de robustez dos resultados?

Conforme observado na primeira seção deste capítulo, pode-se questionar sobre a robustez dos resultados, isto é, se as empresas do Círculo de Companhias são suficientemente representativas das companhias latino-americanas ou se são diretamente comparáveis ao conjunto mais amplo das latino-americanas listadas.

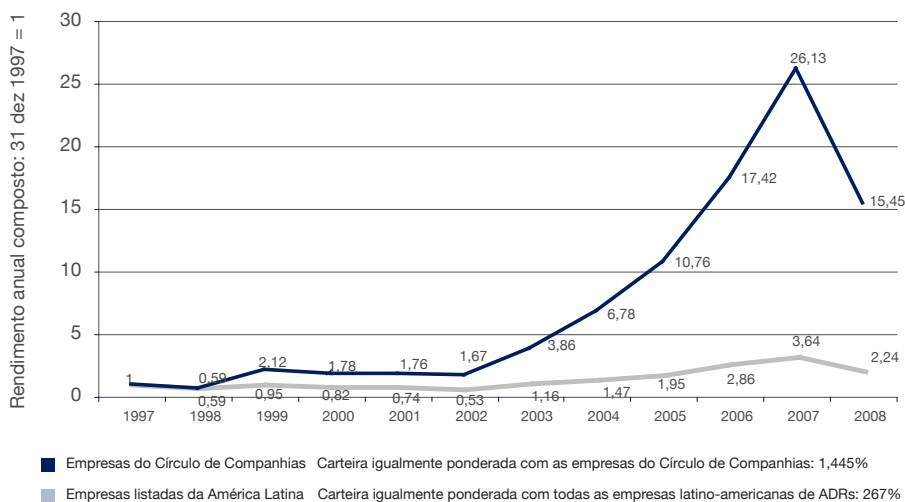
Como exemplo, oito das catorze empresas do Círculo têm sede no Brasil, país cujos fatores como riscos e tendências econômicas específicas podem contribuir para retornos e resultados operacionais diferenciados. Para responder a esta possibilidade, foram realizados testes adicionais de robustez dos resultados levando em conta dois possíveis vieses:

- A ponderação/peso diferenciado dos países nas diferentes carteiras; e, a
- A desconsideração dos diferentes riscos associados a cada carteira

**Teste de robustez ponderando o peso dos países.** Na primeira análise de robustez, ajustou-se a carteira latino-americana ao peso dos países representados na carteira do Círculo de Companhias. Como exemplo, em 2005, as empresas brasileiras representaram 64,3% do número total das integrantes do Círculo com dados disponíveis. O mesmo peso de 64,3% foi então atribuído às empresas brasileiras nas duas carteiras de comparação para a análise de dados de 2005. O Gráfico 5c mostra os resultados comparativos após esses ajustes.

#### Gráfico 5c — Retornos anuais compostos: Análise ponderada por país das empresas do Círculo de Companhias em comparação às latino-americanas de 1998 a 2008

Retorno anual composto de ações das empresas do Círculo de Companhias comparado a uma carteira equivalente ponderada por país com 1.073 listadas da América Latina, de 1998 a 2008



Com base nos dados fornecidos no Gráfico 5c, fica claro que os resultados superiores da carteira das empresas integrantes do Círculo de Companhias permanecem inalterados após o ajuste da carteira composta por todas as empresas da América Latina por um peso igual por país. Os resultados em comparação com as companhias emissoras de ADRs revelam um efeito semelhante. Com isso, pode-se concluir que os retornos mais altos da carteira do Círculo de Companhias não são causados por variações diferenciadas na ponderação dos países nas duas carteiras.

**Teste de robustez ajustando pelo risco.** A outra possível fonte de viés refere-se aos riscos potencialmente diferentes das empresas pertencentes a cada carteira. Para os investidores, a avaliação do retorno em função dos riscos assumidos é fundamental. Neste sentido, a literatura financeira desenvolveu as medidas de retorno de ações conhecidas como “ajustadas ao risco”, que permitem a comparação entre ações voláteis e as de riscos mais baixos. Três medidas ajustadas ao risco se destacam na literatura e são amplamente usadas pelos profissionais do mercado.<sup>102</sup>

Os resultados dessa análise indicam que a carteira das empresas do Círculo de Companhias apresentou medidas médias globais de retorno ajustado ao risco mais altas do que a carteira com os pares da América Latina no período de 1998 a 2008. Os resultados na comparação com o conjunto de empresas emissoras de ADRs foram qualitativamente os mesmos. Mais uma vez, os resultados reforçam a idéia de que a carteira das empresas do Círculo teve retornos superiores aos das carteiras da concorrência no período de onze anos da análise.

O Alfa de Jensen, uma medida do retorno “extra” que o investidor recebe ao investir em um determinado ativo ou carteira, oferece uma perspectiva interessante sobre esta questão. O valor médio de 17,1% da carteira do Círculo indica que houve um retorno “extra” anual deste percentual, depois de descontado o rendimento “justo” que o investidor deveria ter ganho em função dos riscos incorridos. Por outro lado, para a ampla carteira com todas as empresas latino-americanas, esse retorno “extra” ficou, em média, perto de zero, indicando um rendimento efetivo semelhante ao do retorno esperado e “justo”.

## 4 Benefícios da boa governança corporativa durante a crise financeira do final de 2008

Boas práticas de governança corporativa são tão importantes para diferenciar o desempenho das empresas durante períodos de desaceleração do mercado como em períodos de rápido crescimento. Para avaliar essa proposição, esta seção analisa o desempenho das empresas do Círculo em comparação aos seus pares latino-americanos durante o surgimento da crise financeira do final de 2008.

### 4.1 Comparação dos indicadores operacionais e de mercado

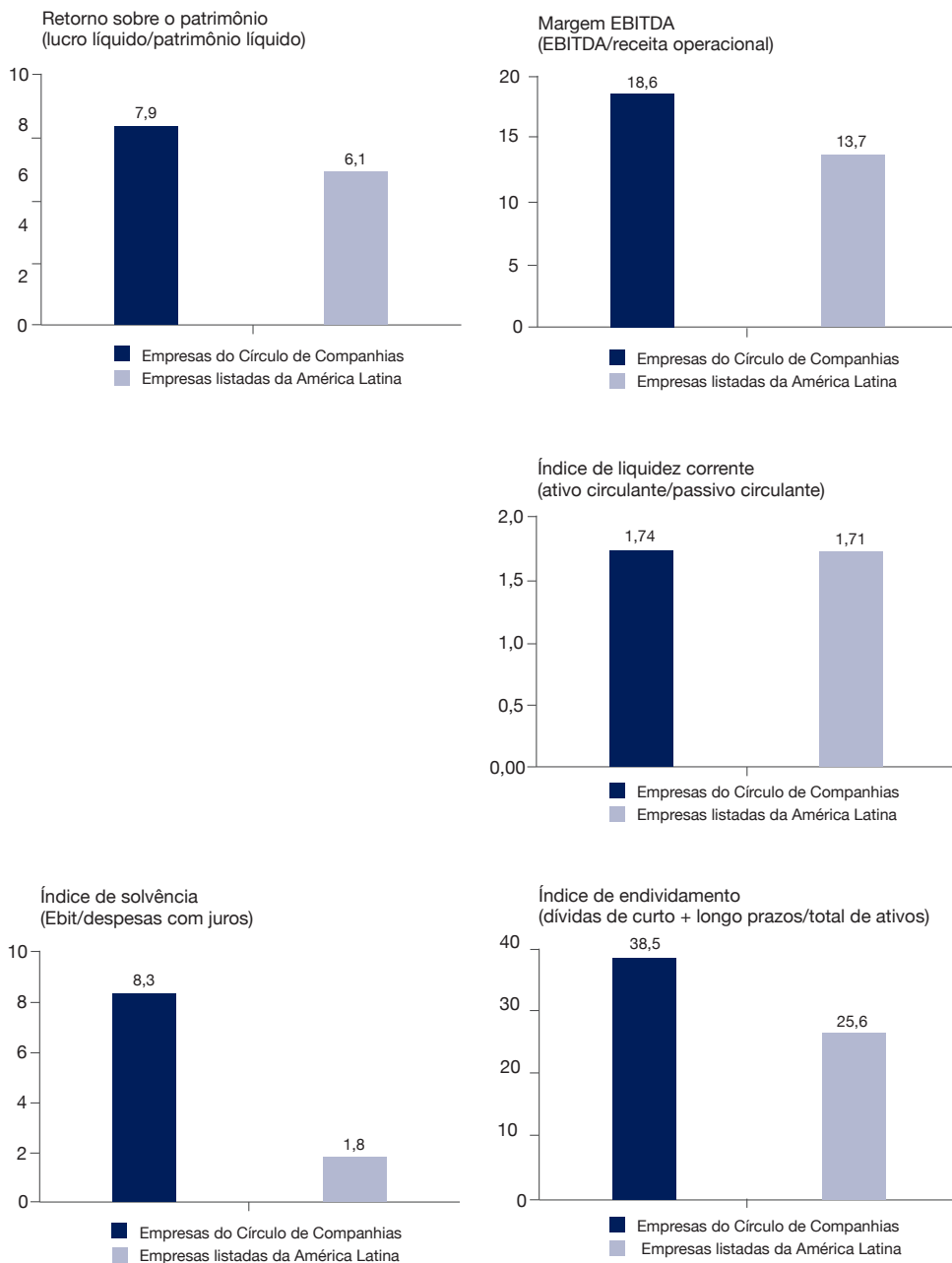
O teste dos benefícios da boa governança corporativa durante a desaceleração começa com a comparação dos resultados operacionais das integrantes do Círculo aos das outras empresas latino-americanas no final de 2008. Da mesma forma que as comparações feitas na primeira e na terceira abordagens, mostradas nos Gráficos 1 e 3, o foco está centrado em se os resultados dos anos de 2005 a 2007 se mantêm durante um período mais turbulento.

Os Gráficos 6a e 6b analisam seis indicadores operacionais e de mercado, revelando um desempenho superior e uma maior imunidade em relação a choques do mercado no grupo de empresas do Círculo. O Gráfico 6a mostra os resultados relativos de cinco indicadores operacionais selecionados.<sup>103</sup>

<sup>102</sup> Os três índices usados são o Índice de Sharpe, o Índice de Treynor e o Alfa de Jensen.

<sup>103</sup> Não foi possível calcular o índice de pagamento para o ano de 2008, uma vez que as empresas só liberaram seus dividendos por ação no final de abril de 2009.

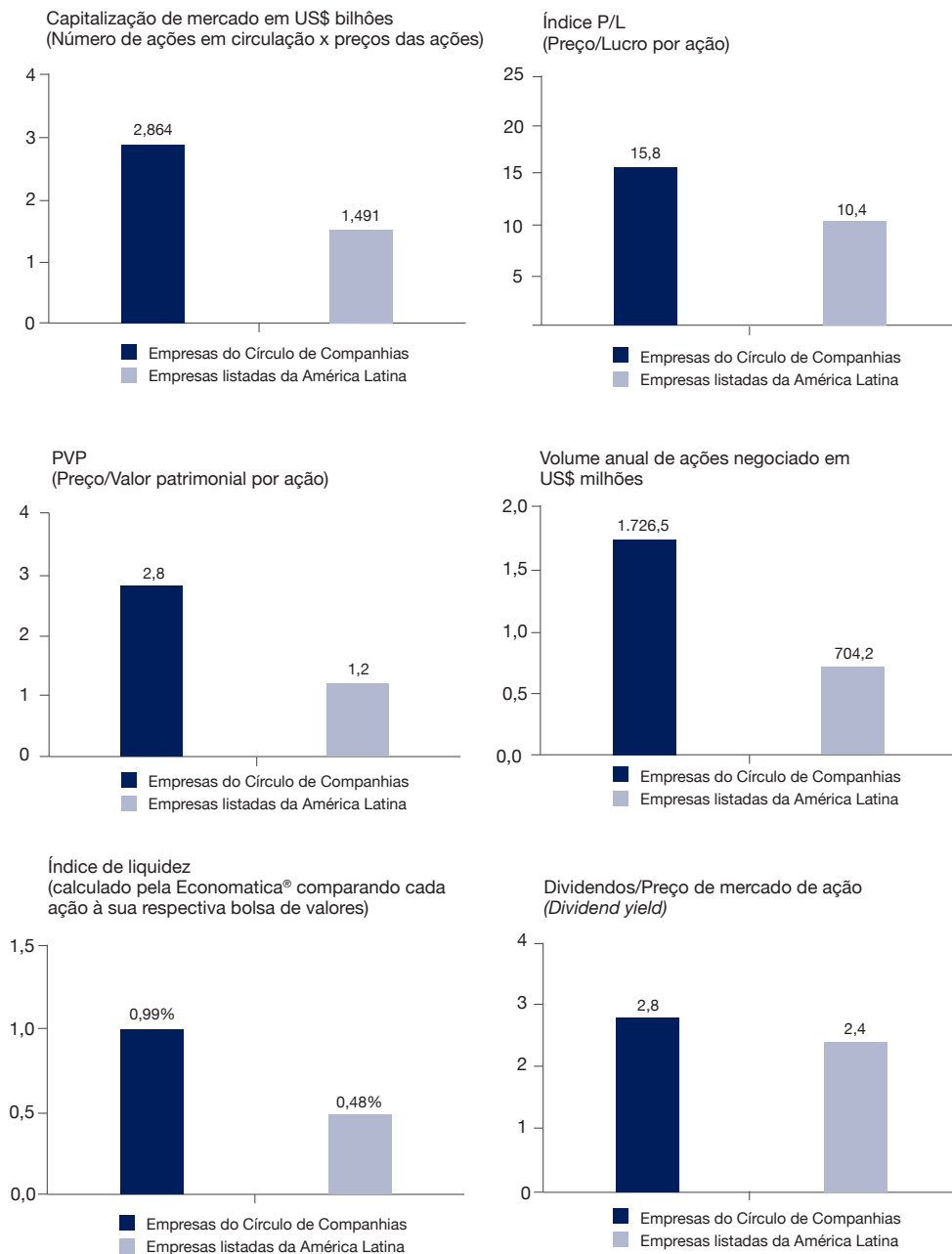
**Gráfico 6a — Comparação do desempenho de mercado da carteira das empresas do Círculo de Companhias ao desempenho das empresas latino-americanas, 2008**





### Gráfico 6b – Comparação do desempenho operacional da carteira das empresas do Círculo de Companhias ao desempenho das empresas latino-americanas, 2008

Comparação de indicadores de mercado selecionados para as empresas do Círculo de Companhias e para 1.073 listadas latino-americanas, usando os resultados médios dos dois grupos no final de 2008.



As informações do Gráfico 6a destacam o fato de que, apesar da emergência da crise financeira global na segunda metade de 2008, o panorama geral dos indicadores em favor das empresas do Círculo permaneceu o mesmo do Gráfico 1 para os anos de 2005 a 2007. Mais uma vez, as integrantes do Círculo mostraram um retorno sobre o patrimônio líquido superior aos dos seus equivalentes latino-americanos (7,9% em comparação a 5,1%). Também exibiram uma margem EBITDA superior (18,6% em comparação com 13,7%) e um melhor índice de solvência (8,3 em comparação a 1,8) — de especial importância durante tempos turbulentos como os de 2008. Assim como os resultados do Gráfico 1, os dois grupos mostraram o mesmo índice de liquidez corrente e as empresas do Círculo apresentaram um índice de endividamento mais alto.

O Gráfico 6b reforça a opinião de que a crise financeira global não alterou substancialmente o panorama geral — os indicadores continuam a favorecer as empresas do Círculo. Além disso, o grupo do Círculo expandiu sua liderança nos índices de Preço/Lucro por ação e nos coeficientes de Preço/Valor patrimonial por ação em comparação com os resultados do Gráfico 3 de 2005–2007. Esses resultados indicam que os investidores percebem que as empresas do Círculo de Companhias oferecem melhor valor do que o amplo grupo de comparação em um período de depressão do mercado. A comparação dos Dividendos/Preço de mercado de ação (*dividend yield*) também é interessante: as empresas do Círculo de Companhias demonstraram uma redução significativamente menor no preço de mercado da ação do que o grupo mais amplo.

## 4.2 Análise da reação do mercado às ações das empresas do Círculo em 2008

Alguns pesquisadores acadêmicos investigam a relação entre a sustentabilidade de um desempenho superior das ações durante um período de desaceleração e as boas práticas de governança. A grande maioria desses trabalhos obteve evidências favoráveis a tal ligação, indicando que as boas práticas de governança são um fator determinante para explicar o melhor comportamento das ações durante as crises financeiras.<sup>104</sup>

Nesta seção, também comparamos o desempenho das integrantes do Círculo ao desempenho de todas as empresas latino-americanas após um choque econômico externo. A análise examina o desempenho das ações das companhias do Círculo em relação a dois padrões de referência abrangentes:

- › Carteira de todas as empresas latino-americanas listadas
- › Carteira de todas as empresas latino-americanas ponderadas por país

Essas carteiras são construídas de modo semelhante às do Gráfico 5c.<sup>105</sup> No Gráfico 6c, os resultados das três carteiras são apresentados em quatro janelas de tempo diferentes: terceiro trimestre de 2008, quarto trimestre de 2008, segundo semestre de 2008 e todo o ano de 2008.

<sup>104</sup> BAEK, J-S; KANG, J-K; PARK, K. S. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, v. 71, p. 265–313, 2004. CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; KLAPPER, L. F. Resolution of corporate distress: evidence from East Asia's financial crisis (junho de 1999). World Bank Policy Research Working paper No. 2133. 1999, revisto em 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=168530>>.

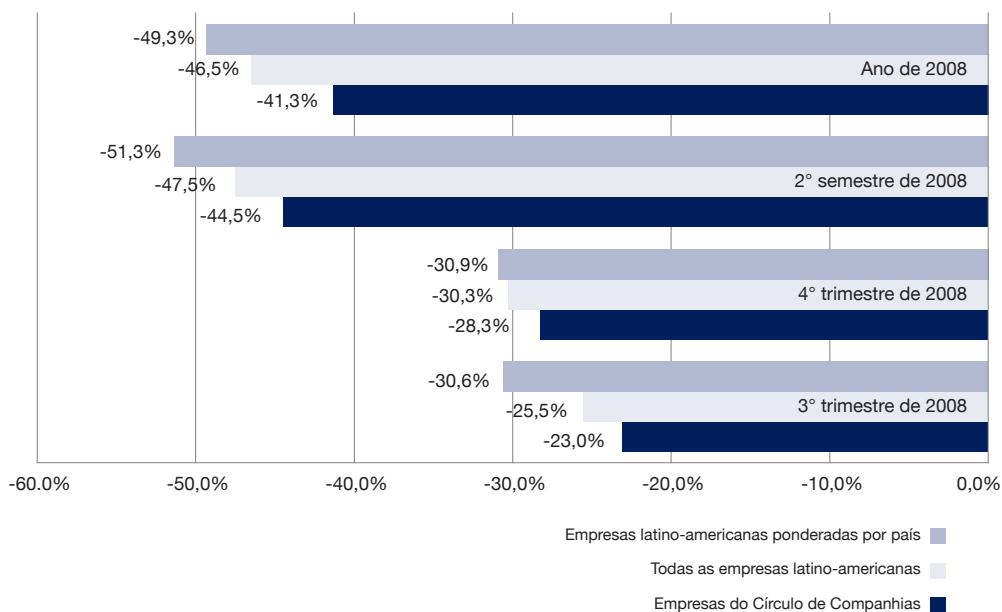
MITTON, T. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, v. 64, n. 2, p. 215–241, 2002.

<sup>105</sup> A análise da carteira por país com pesos iguais é especialmente importante, uma vez que as taxas de câmbio tiveram flutuações diferentes entre as empresas latino-americanas e, como todos os resultados são apresentados em dólares norte-americanos, as ações de algumas empresas latino-americanas podem ter variado menos em termos de US\$. Por exemplo, o Peso chileno teve menos variação do que o Real brasileiro, o que tende a favorecer as companhias chilenas na avaliação do seu rendimento em dólares norte-americanos. Como ainda não há um membro do Círculo do Chile, esse país não está representado na carteira ponderada por país, evitando a tendenciosidade de diferentes reações da taxa de câmbio em relação à crise financeira de 2008.

O Gráfico 6c mostra que a carteira de ações das empresas do Círculo sofreu ligeiramente menos que as carteiras com todas as companhias latino-americanas. Por exemplo, a carteira de ações das empresas do Círculo perdeu 41,3% do seu valor em dólares norte-americanos em 2008, em comparação a uma perda de 49,3% da carteira de todas as latino-americanas ponderadas por país.<sup>106</sup>

### Gráfico 6c Reação do preço das ações ao surgimento da crise financeira global de 2008

Reação do mercado de ações após o surgimento da crise financeira global de 2008: comparação dos rendimentos das ações das carteiras de 1.073 empresas latino-americanas, com pesos iguais ou ponderados por país.



Uma segunda análise redefiniu o grupo de comparação e a janela de tempo a fim de fornecer uma comparação mais precisa.

- ▶ Foi criado um grupo de controle de verificação formado por treze empresas<sup>107</sup> relativamente semelhantes às companhias do Círculo. Para cada integrante do Círculo, foi escolhida uma empresa do mesmo país e setor, selecionada de acordo com as similaridades de capitalização do mercado e de rentabilidade operacional com as integrantes do Círculo.<sup>108</sup> O Apêndice 5 apresenta a lista das empresas que constam desse grupo de controle de verificação.
- ▶ A janela de tempo chamada de “período crítico” foi redefinida de forma a englobar o período desde 1º de setembro de 2008, um pouco antes do colapso da Lehman Brothers e da divulgação de problemas com os credores hipotecários dos EUA Fannie Mae e Freddie Mac, até 1º de dezembro de 2008, quando o National Bureau of Economic Research anunciou oficialmente que os EUA estavam em recessão.

<sup>106</sup> Contudo, como todas as carteiras mostram um desvio de rendimentos de alto padrão, esses resultados não foram estatisticamente significativos e não permitem uma conclusão clara com base exclusivamente nesta análise.

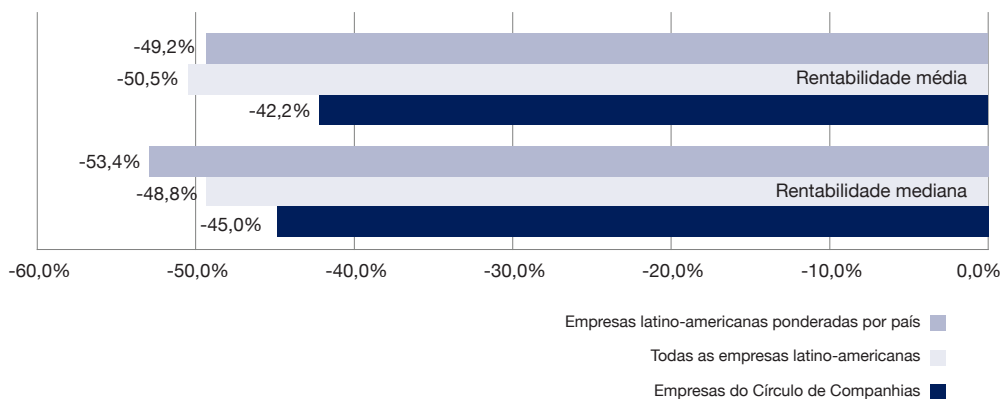
<sup>107</sup> Esta carteira das companhias do Círculo não inclui a Atlas (ver a nota de rodapé 1) e a Suzano Petroquímica, que foi adquirida em agosto de 2007 pela Petrobras.

<sup>108</sup> Devido a restrições sobre o número de empresas listadas em alguns países, nem sempre foi possível encontrar uma listada para comparação pertencente ao mesmo setor de um membro do Círculo. Nesses casos, foram selecionadas empresas de porte e setores semelhantes.

O argumento nesse caso é que uma comparação entre um grupo de pares mais equivalentes em uma janela de tempo mais precisa pode distinguir com mais clareza as reações desses eventos externos. O Gráfico 6d fornece os resultados médios e medianos dos dois grupos durante esse período crítico. Para fins de comparação, também são exibidas as rentabilidades média e mediana dos índices oficiais do mercado de ações dos países nos quais as empresas estão listadas.<sup>109</sup>

#### Gráfico 6d — Reação do preço das ações ao surgimento da crise financeira global: análise do período crítico de 1º de setembro de 2008 a 1º de dezembro de 2008

Reação do mercado de ações após o surgimento da crise financeira global de 2008: comparação dos rendimentos de ações ao do grupo de controle de verificação selecionado e os índices oficiais médios do mercado de ações de 1º de setembro a 1º de dezembro de 2008



O Gráfico 6d mostra que a carteira das empresas do Círculo caiu um pouco menos do que a do grupo de controle de verificação e os retornos médios dos índices oficiais do mercado de ações. Por exemplo, a rentabilidade mediana da carteira das integrantes do Círculo foi de -42,2% durante o período analisado, em comparação à queda mediana de -50,5% da carteira do grupo de controle de verificação.<sup>110</sup>

### 4.3 Atributos corporativos que afetam o melhor desempenho das ações durante um choque econômico

A terceira análise reproduz a metodologia mais complexa empregada por uma pesquisa acadêmica anterior, especificamente o estudo desenvolvido por Baek, Kang e Park (2004) sobre a crise financeira do Leste Asiático ocorrida na década de 1990. Ela utiliza uma regressão estatística múltipla para avaliar os atributos corporativos que podem estar associados a um desempenho relativamente melhor das ações durante um choque econômico,<sup>111</sup> tais como o tamanho

<sup>109</sup> Os índices do mercado de ações usados são: IBOVESPA no Brasil, IGVBL no Peru, IGBC na Colômbia e IPyC no México. Os resultados são ponderados com base no número de empresas de cada país que compõem a carteira de integrantes do Círculo.

<sup>110</sup> Como todas as carteiras mostram um desvio de rendimentos de alto padrão, esses resultados não foram estatisticamente significativos e não permitem uma conclusão clara com base exclusivamente nesta análise.

<sup>111</sup> Os autores argumentam que a vantagem de enfocar o período da crise é que isso permite o exame claro do efeito da governança corporativa no valor da empresa. O uso de um determinado conjunto de medidas de governança imediatamente antes de um choque externo para explicar mudanças no valor da empresa pode evitar qualquer causalidade falsa originada pelo problema de endogeneidade.

da empresa, a rentabilidade e o índice de endividamento. Nessa análise, foram incluídas duas variáveis relacionadas à governança corporativa:

- › Filiação ao grupo do Círculo de Companhias
- › Emissão de ADRs de Nível II ou III<sup>112</sup>

Por que examinar essas variáveis?

Se obtivermos resultados positivos e estatisticamente significativos, trata-se de um sinal claro de que fazer parte do grupo do Círculo e/ou de uma listagem cruzada em um mercado mais rigoroso são fatores que atenuam a deterioração do mercado de ações durante um período de grande dificuldade do mercado, depois de filtrar outros atributos corporativos específicos.

Essa análise fornece resultados claros — e bem interessantes.<sup>113</sup> Em todas as especificações de modelos e janelas de tempo empregadas, integrar o grupo do Círculo de Companhias está associado a um melhor desempenho das ações, após a filtragem de outros possíveis fatores explicativos. Os resultados são estatisticamente significativos, reforçando ainda mais a conexão entre boa governança e menor queda no preço das ações. Os resultados permanecem consistentes com a inclusão da variável ADR, que também teve uma influência positiva na reação do preço das ações.

Em resumo, os resultados sinalizam que as ações das empresas do Círculo de Companhias diminuíram menos do que as ações das outras empresas da região durante esse período recente de grande dificuldade do mercado.

## 5 Membros do Círculo de Companhias reconhecem os ganhos

Embora os números e resultados forneçam apoio financeiro para os benefícios de uma melhor governança corporativa, as empresas do Círculo de Companhias dizem que seus esforços produziram uma combinação de ganhos verificáveis, baseados em números; e de ganhos não verificáveis, mais difíceis de quantificar. Alguns desses benefícios estão detalhados no Capítulo 1. Aqui, as Companhias do Círculo fornecem informações adicionais sobre as vantagens.

- › Um processo de institucionalização, com menos dependência de pessoas específicas para gerenciar os negócios
- › Maior confiança da comunidade de investidores
- › Melhor acesso às condições de crédito, incluindo capital de longo prazo de bancos de desenvolvimento
- › Mais reconhecimento por parte dos interessados, incluindo instituições nacionais e internacionais
- › Maior confiança na realização de incorporações e aquisições devido a um aumento nos padrões de transparência
- › Aumento substancial dos processos de negócios, incluindo controles internos e supervisão do processo de tomada de decisões

As empresas do Círculo apontam para resultados qualitativos significativos por parte das suas jornadas de governança corporativa.

<sup>112</sup> Os emissores de ADRs de Nível II e III estão sujeitos aos requisitos da Lei Sarbanes-Oxley e, portanto, sujeitos a normas de divulgação de informações e de controle interno mais rígidas.

<sup>113</sup> O Apêndice 5 mostra os resultados completos, incluindo os detalhes metodológicos sobre a construção de dados e variáveis.

## Homex

Para a **Homex**, os estágios iniciais da vida da empresa incluíram as mesmas lutas que a maioria das companhias familiares enfrenta nesta etapa do negócio. O líder dessa empresa, que atualmente é a maior e mais diversificada construtora do México com operações em 33 cidades e 21 estados, ressalta os ganhos específicos com a adoção de melhores práticas de governança corporativa. Eis como Eustaquio de Nicolás, Presidente do Conselho da Homex, coloca essa questão:

*“Há dez anos, começamos nosso processo de institucionalização. Nossos esforços e boas práticas de governança corporativa trouxeram diversos benefícios internamente na Homex e para nossas operações, e também nos ajudaram a conquistar a confiança da comunidade de investimento, bem como a de nossos acionistas e fornecedores, além do reconhecimento de várias instituições nacionais e internacionais.”<sup>114</sup>*

— **Eustaquio de Nicolás**, Homex, Presidente do Conselho



## Suzano

Para o **Grupo Suzano**, as melhorias da governança corporativa foram alçadas a um nível estratégico e os esforços valeram a pena com o registro de um aumento impressionante do valor das ações.

*“. . . A história do Grupo Suzano desde 2003 é impressionante em termos de geração de valor. Obviamente, é impossível atribuir tudo exclusivamente à governança corporativa, mas se pode afirmar, sem sombra de dúvida, que foi um elemento essencial da estratégia.*

*As ações da Suzano Papel e Celulose foram negociadas no final de 2007 a R\$ 29,00, em comparação a cerca de R\$ 4,24 no início de 2003, alcançando uma valorização de mais de 580%, com uma liquidez de negocia-*

---

<sup>114</sup> DIRECTORSHIP 2007. Disponível em: <<http://www.directorship.com/homex-joins-governancegroup>>.

*ção diária mais de 100 vezes maior. Esse aumento financiou um plano de expansão de longo prazo que dobrou sua capacidade de produção de celulose e a colocou como um ator mundial importante no setor.*

*A Suzano Petroquímica seguiu um caminho semelhante e evoluiu de uma posição irrelevante para uma posição de liderança no seu segmento de negócios, por meio de uma série de aquisições, da redução de ativos e de um plano consistente de mercado de capitais. Como resultado direto dos padrões reconhecidos de governança corporativa, da posição no mercado e da relevância dos seus ativos, a empresa foi vendida para a Petrobras no final de 2007 por um valor de R\$ 2,7 bilhões. Isso representa uma valorização das ações de cerca de 600% em comparação ao valor da ação — R\$ 1,53 — no início de 2002. Os acionistas minoritários passaram a ter direitos de tag-along (direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia).*

*A implementação da venda foi extremamente simplificada e acelerada devido à transparência e às práticas conhecidas da empresa. As devidas diligências só foram realizadas após a divulgação de informações. Essas questões têm um valor oculto que só pode ser corretamente percebido como parte da transação global bem-sucedida.”*



—**João Pinheiro Nogueira Batista**, ex-Copresidente Executivo da Suzano Petroquímica

**Últimas palavras.** A experiência das integrantes do Círculo ensinou que as empresas mais bem-sucedidas ao enfrentar complexos desafios de negócios são as que adotaram uma atitude de constante aprendizado, procurando a geração de valor para o acionista e levando em conta as perspectivas de todos os interessados.

As companhias do Círculo convidam você a empreender a jornada da governança corporativa que este livro possa servir como seu guia de viagem para conduzir a sua empresa em direção das melhores práticas de governança corporativa.



# APÊNDICES



# Apêndice 1: Matriz de Progressão de Governança Corporativa da IFC

Atributos	NÍVEL 1: Práticas aceitáveis de GC	NÍVEL 2: Etapas adicionais para garantir uma boa GC	NÍVEL 3: Grandes contribuições para melhoria nacional da GC	NÍVEL 4: Liderança
<p>A. Compromisso com a governança corporativa</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>As formalidades básicas de governança corporativa estão implementadas.</li> <li>A empresa tem um conjunto de políticas ou códigos de governança corporativa estabelecidos por escrito que abordam, no mínimo, os direitos e o tratamento dos acionistas, o papel do conselho, e transparência e divulgação de informações.</li> <li>A empresa tem um código de ética por escrito, aprovado pelo conselho.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>O conselho se reúne regularmente e delibera independentemente da diretoria executiva.</li> <li>Os membros do conselho têm tempo e informações suficientes para análise e deliberação, de modo que podem exercer seus deveres de supervisão e desenvolver a direção e a estratégia da empresa.</li> <li>O conselho inclui conselheiros que não sejam nem executivos da empresa e suas afiliadas, nem acionistas controladores.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dois ou mais membros do conselho são independentes da diretoria executiva e dos acionistas controladores.</li> <li>O conselho tem um comitê de Auditoria com uma maioria de diretores independentes.</li> <li>A composição do conselho (combinação de competências/habilidades) é adequada às suas obrigações de supervisão. É feita uma avaliação anual do conselho de administração.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>O comitê de Auditoria é composto inteiramente por conselheiros independentes.</li> <li>É necessário um comitê do conselho formado inteiramente por conselheiros independentes para aprovar todas as transações materiais com afiliadas dos acionistas controladores, conselheiros ou a alta administração.</li> <li>Outros comitês especializados do conselho abordam tópicos técnicos especiais ou possíveis conflitos de interesse (ex., nomeações, remuneração, fisco).</li> <li>O conselho é integralmente eleito uma vez por ano.</li> </ul>	<p>&gt; A empresa é publicamente reconhecida como líder nacional e considerada entre os líderes globais em governança corporativa.</p>
<p>B. Estrutura e funcionamento do conselho de administração</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A empresa possui implementado um sistema apropriado de controles internos e auditoria interna que integram regularmente com os auditores externos e são subordinados ao conselho.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Os demonstrativos financeiros da empresa são auditados de acordo com Normas Internacionais de Auditoria.</li> <li>O conselho monitora a gestão de riscos da empresa, bem como políticas e procedimentos de conformidade.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Os controles internos, a auditoria interna e as práticas de auditoria externa estão de acordo com os mais altos padrões internacionais.</li> </ul>	<p>&gt; O conselho, da empresa e composto por uma maioria de conselheiros independentes.</p>
<p>C. Processos e ambiente de controle</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Os demonstrativos financeiros são preparados de acordo com um sistema de contabilidade reconhecido internacionalmente, e auditados por uma empresa de auditoria externa independente.</li> <li>A empresa está em conformidade com todos os requisitos de divulgação de informações nos termos da legislação, das regulamentações e das regras de listagem (divulgação justa). Investidores e analistas financeiros são tratados igualmente em relação à divulgação de informações.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A representação efetiva dos acionistas minoritários é proporcionada pelo voto cumulativo ou mecanismos similares.</li> <li>A empresa possui políticas claramente elaboradas e executáveis em relação ao tratamento dos acionistas minoritários nas mudanças de controle.</li> <li>A empresa tem uma política e uma prática bem compreendidas de divulgação total e oportuna aos acionistas de todas as transações materiais com afiliadas dos acionistas controladores, conselheiros ou a alta administração (comitês de interesse), também é feita a divulgação total, oportuna e precisa de todos os acordos materiais com acionistas.</li> <li>O relatório anual divulga aos acionistas minoritários os principais riscos associados com a identidade dos acionistas, o grau de concentração de participação, participações cruzadas entre empresas afiliadas, e quaisquer desequilíbrios entre o poder de voto dos acionistas controladores.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A empresa publica relatórios trimestrais significativos, contendo análises dos segmentos e resultados por ação. Suas práticas ultrapassam os requisitos locais de listagem.</li> <li>A empresa prepara e apresenta todos os demonstrativos e relatórios financeiros de acordo com o IFRS ou os Princípios Contábeis Geralmente Aceitos dos EUA.</li> </ul>	<p>&gt; As práticas de divulgação financeiras e não-financeiras estão de acordo com os mais altos padrões internacionais.</p>
<p>D. Transparência e divulgação de informações</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Os acionistas minoritários recebem avisos adequados e uma agenda de todas as reuniões dos acionistas, e podem participar e votar nas reuniões de acionistas.</li> <li>Todos os acionistas da mesma classe são tratados do mesmo modo em relação a direitos de voto, direitos de subscrição e direitos de transferência.</li> <li>Os titulares de todos os valores mobiliários do mesmo tipo e classe são tratados do mesmo modo em relação à divulgação de informações (divulgação justa).</li> <li>Os acionistas recebem informações precisas e oportunas em relação ao número de ações de todas as classes mantidas pelos acionistas controladores e suas afiliadas (concentração de propriedade).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A empresa divulga seu código de ética, as principais disposições do seu programa de implementação e o grau de conformidade alcançado no relatório anual.</li> <li>Todas as divulgações e comunicações com os acionistas são disponibilizadas na Internet no prazo oportuno.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A empresa tem mecanismos eficazes de voto de acionistas para proteger os minoritários de iniciativas injustas por parte dos acionistas controladores quando a participação estiver especialmente concentrada ou os acionistas controladores tiverem fortes conflitos de interesses (ex., condições de supermajoria ou de "maioria das minorias").</li> </ul>	<p>&gt; O histórico de tratamento equitativo dos acionistas demonstra conformidade consistente com as expectativas do mercado internacional.</p>



# Apêndice 2: Organizações envolvidas com governança corporativa<sup>1</sup>

## ARGENTINA

Bolsa de Comercio de Buenos Aires  
[www.bcba.sba.com.ar](http://www.bcba.sba.com.ar)

Cámara de Sociedades Anónimas  
[www.camsocanon.com](http://www.camsocanon.com)

Centro para la Estabilidad Económica  
[www.cefargentina.org](http://www.cefargentina.org)

Comisión Nacional de Valores Buenos Aires  
[www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)

Fondos Argentina  
[www.fondosargentina.org.ar](http://www.fondosargentina.org.ar)

Fundación Empresarial para la Calidad y la Excelencia  
[www.fundece.org.ar](http://www.fundece.org.ar)

Instituto Argentino de Responsabilidad Social Empresarial  
[www.iarse.org](http://www.iarse.org)

Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones  
[www.iago.org.ar](http://www.iago.org.ar)

Mercado de valores de Buenos Aires  
[www.merval.sba.com.ar](http://www.merval.sba.com.ar)

## BOLÍVIA

Bolsa de Valores de Bolivia  
[www.bbv.com.bo](http://www.bbv.com.bo)

Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras de Bolivia  
[www.sbef.gov.bo](http://www.sbef.gov.bo)

## BRASIL

Associação de Investidores no Mercado de Capitais  
[www.amecbrasil.org.br](http://www.amecbrasil.org.br)

BM&FBovespa Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros  
[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

Centro de Estudos em Governança Corporativa  
[www.ceg.org.br](http://www.ceg.org.br)

Comissão de Valores Mobiliários  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa  
[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)

## CHILE

Centro de Gobierno Corporativo y Mercado de Capitales  
[www.cgchile.cl](http://www.cgchile.cl)

Centro para el Gobierno de la Empresa  
[www.gobiernodelaempresa.cl](http://www.gobiernodelaempresa.cl)

Superintendencia de Pensiones  
[www.spensiones.cl](http://www.spensiones.cl)

Superintendencia Valores y Seguros  
[www.svs.cl](http://www.svs.cl)

## COLÔMBIA

Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías  
[www.asofondos.org.co](http://www.asofondos.org.co)

Asociación Nacional de Empresarios de Colombia  
[www.andi.com.co](http://www.andi.com.co)

Asociación Nacional de Fiduciarias  
[www.asofiduciarias.org.co](http://www.asofiduciarias.org.co)

Asociación Nacional de Instituciones Financieras  
[www.anif.com.co](http://www.anif.com.co)

<sup>1</sup> Observe que esta lista não tem a intenção de ser completa, refletindo as organizações ativas na área de governança corporativa na América Latina.

Auto-regulador del Mercado de Valores  
[www.amvcolombia.org.co](http://www.amvcolombia.org.co)  
Bolsa de Valores de Colombia  
[www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co)

Cámara de Comercio de Medellín  
[www.camaramedellin.com.co](http://www.camaramedellin.com.co)

Confederación Colombiana de Cámaras  
de Comercio  
[www.confecamaras.org.co](http://www.confecamaras.org.co)

Superintendencia Financiera de Colombia  
[www.superfinanciera.gov.co](http://www.superfinanciera.gov.co)

Superintendencia de Sociedades  
[www.supersociedades.gov.co](http://www.supersociedades.gov.co)

## **COSTA RICA**

Bolsa de Valores de Costa Rica  
[www.bolsacr.com](http://www.bolsacr.com)

Superintendencia General de Valores  
[www.sugeval.fi.cr](http://www.sugeval.fi.cr)

## **REPÚBLICA DOMINICANA**

Superintendencia de Valores de la República  
Dominicana  
[www.siv.gov.do](http://www.siv.gov.do)

## **EQUADOR**

Bolsa de valores de Quito  
[www.bolsadequito.com](http://www.bolsadequito.com)

Buen Gobierno Corporativo  
[www.gobiernocorporativo.com.ec](http://www.gobiernocorporativo.com.ec)

Superintendencia de Compañías  
[www.supercias.gov.ec](http://www.supercias.gov.ec)

## **EL SALVADOR**

Bolsa de Valores de El Salvador  
[www.bves.com.sv](http://www.bves.com.sv)

Superintendencia de Valores  
[www.superval.gob.sv](http://www.superval.gob.sv)

MÉXICO  
Asociación de Bancos de México  
[www.abm.org.mx](http://www.abm.org.mx)

Asociación Mexicana de Intermediarios  
Bursátiles  
[www.amib.com.mx](http://www.amib.com.mx)

Bolsa Mexicana de Valores  
[www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx)

Centro de Excelencia en Gobierno  
Corporativo  
[www.uas.mx/cegc](http://www.uas.mx/cegc)

Comisión Nacional Bancaria y de Valores  
[www.cnbv.gob.mx](http://www.cnbv.gob.mx)

Consejo Coordinador Empresarial  
[www.cce.org.mx](http://www.cce.org.mx)

## **NICARÁGUA**

Bolsa de Valores de Nicaragua  
[www.bolsanic.com](http://www.bolsanic.com)

Superintendencia de Bancos y Otras  
Instituciones Financieras  
[www.siboif.gob.ni](http://www.siboif.gob.ni)

## **PANAMÁ**

Asociación de Administradoras de Fondos  
de Pensión  
[www.asociacionafp.com.pe](http://www.asociacionafp.com.pe)

Bolsa de valores de Panamá  
[www.panabolsa.com](http://www.panabolsa.com)

Comisión Nacional de Valores  
[www.conaval.gob.pa](http://www.conaval.gob.pa)

Instituto de Gobierno Coporativo Panamá  
[www.igc-panama.org](http://www.igc-panama.org)

## **PERU**

Bolsa de valores de Lima  
[www.bvl.com.pe](http://www.bvl.com.pe)

Comisión Nacional Supervisoras Empresas y  
Valores  
[www.conasev.gob.pe](http://www.conasev.gob.pe)

Procapitales  
[www.invertir.org.pe/procapitales.asp](http://www.invertir.org.pe/procapitales.asp)

## **EUA**

Center for International Private Enterprise  
[www.cipe.org](http://www.cipe.org)

Council of the Americas  
[www.counciloftheamericas.org](http://www.counciloftheamericas.org)

Council of Institutional Investors  
[www.cii.org](http://www.cii.org)

Latin American Venture Capital Association  
[www.lavca.org](http://www.lavca.org)

EStandards Forum (Financial Standards  
Foundation)  
[www.estandardsforum.org](http://www.estandardsforum.org)

## **VENEZUELA**

Asociación Venezolana de Ejecutivos  
[www.ave.org.ve](http://www.ave.org.ve)

Comisión Nacional de Valores  
[www.cnv.gov.ve](http://www.cnv.gov.ve)

## **INTERNACIONAIS**

Corporación Andina de Fomento  
[www.caf.com](http://www.caf.com)

Fórum Global de Governança Corporativa  
[www.gcgf.org](http://www.gcgf.org)

Federação Ibero-Americana de Bolsas  
[www.fiabnet.org](http://www.fiabnet.org)

Instituto Ibero-Americano de Mercados de  
Valores  
[www.iimv.org](http://www.iimv.org)

Banco Interamericano de Desenvolvimento  
[www.iadb.org](http://www.iadb.org)

International Corporate Governance  
Network (Rede Internacional de Governança  
Corporativa)  
[www.icgn.org](http://www.icgn.org)

Corporação Financeira Internacional  
[www.ifc.org/corporategovernance](http://www.ifc.org/corporategovernance)

Fundo Monetário Internacional  
[www.imf.org](http://www.imf.org)

Círculo de Companhias da Organização para a  
Cooperação e Desenvolvimento Econômicos  
(OCDE)  
[www.oecd.org/daf/companiescircle](http://www.oecd.org/daf/companiescircle)

Mesa Redonda de Governança Corporativa da  
América Latina — OCDE  
[www.oecd.org/daf/corporate-affairs/  
roundtables](http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs/roundtables)

Banco Mundial  
[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

Federação Mundial de Bolsas  
[www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)





## Apêndice 3: Questionário sobre os padrões de referência de governança corporativa<sup>1</sup>

Também disponível em: [www.oecd.org/daf/companiescircle](http://www.oecd.org/daf/companiescircle)

---

<sup>1</sup> O Questionário de Referência foi criado pela Better Governance Consulting Services — uma empresa sediada no Brasil — com o apoio da IFC, da OCDE e do Fórum Global de GC.

## Apêndice 3: Questionário sobre os padrões de referência de governança corporativa

Tópico Principal	Tema	No
Compromisso com governança corporativa	"Uma ação = Um voto"	1
		2
	Acordo de acionistas	3
		4
	Normas internas	5
	Planejamento de sucessão	6
		7
	Assembleia Geral Anual	8
		9
		10

Este questionário de referência de 100 pontos foi elaborado para servir como uma referência para a autoavaliação de práticas de governança corporativa nas empresas listadas. Este Guia parte da ideia de que a abordagem individual de uma empresa depende do seu próprio conjunto de circunstâncias, mas observa que existem semelhanças entre as companhias consideradas como valiosas pelos agentes de mercado. Nesse contexto, essa ferramenta de autoavaliação facilita a identificação de lacunas e ajuda a melhorar a tomada de decisões. Certamente pode servir para orientar a discussão entre os líderes das empresas.

Pergunta	Sim	Não	NA	Comentários
A empresa só possui ações ordinárias*?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Caso a empresa possua ações preferenciais* (sem direito a voto), os papéis adquirem poder de voto em matérias relevantes, tais como fusão, cisão, compra de ativos significativos, aprovação de contratos importantes entre empresas do mesmo grupo etc.?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Caso a empresa tenha um acordo de acionistas, ele é divulgado para todos os outros acionistas publicamente?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O acordo de acionistas vincula ou restringe algum dos direitos de voto dos membros do conselho?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa possui código, política, carta ou diretrizes de governança corporativa que descrevam as práticas de governança da empresa e, em particular, o papel do conselho?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa possui uma política por escrito sobre o planejamento da sucessão aprovada pelo conselho — pelo menos para a posição de presidente executivo (CEO)?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho tem um plano de sucessão formal e atualizado para o presidente executivo?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
São anunciados avisos públicos da assembleia geral anual no prazo mínimo de 30 dias?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os relatórios e outros documentos relativos à agenda são disponibilizados para todos os acionistas na data em que a agenda é divulgada pela primeira vez?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa envia uma declaração para procuração detalhada aos seus investidores antes da assembleia de acionistas?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	

Tópico Principal	Tema	No
Compromisso com governança corporativa (continuação)	Assembleia Geral Anual (continuação)	11
		12
		13
	Código de conduta	14
		15
		16
Estrutura e funcionamento do conselho de administração e interface com a administração*	Presidente do conselho e presidente executivo	17
		18
	Número de membros	19

Pergunta	Sim	Não	NA	Comentários
Os acionistas podem votar por procuração* ou por outros métodos alternativos à presença física nas assembleias de acionistas?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Existe um mecanismo para permitir indicações ao conselho pelos acionistas minoritários, tais como voto cumulativo*, voto em bloco ou algo semelhante?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Existe um mecanismo que permita que os acionistas minoritários apresentem propostas para discussão e votem nas assembleias de acionistas?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa possui um código de conduta/ética preparado pela administração e aprovado pelo conselho de administração*?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa divulga no relatório anual o seu código de ética, as principais disposições do programa de implementação e o seu grau de conformidade?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa tem um executivo designado ou um comitê específico responsável por garantir a conformidade com as políticas e o código de governança corporativa e com o seu código de ética/conduta, subordinado ao conselho de administração?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
As posições de presidente do conselho e presidente executivo são ocupadas por pessoas diferentes?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Caso o presidente executivo seja também um conselheiro, o conselho realiza sessões executivas sem a presença de executivos?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Quantos membros fazem parte do conselho de administração da empresa?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	

Tópico Principal	Tema	No
Estrutura e funcionamento do conselho de administração e interface com a administração* (continuação)	Conselheiros independentes	20
		21
		22
		23
		24

Pergunta	Sim	Não	NA	Comentários
O conselho de administração tem pelo menos dois membros do conselho que sejam independentes da administração e dos acionistas controladores?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho de administração é composto por uma maioria de membros independentes?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Usando a próxima coluna para inserir números, detalhe a composição do conselho de administração por tipo de conselheiro:				
a. Conselheiros independentes				
b. Conselheiros externos que representam acionistas controladores				
c. Conselheiros internos (executivos da empresa)				
Usando a próxima coluna para inserir números, descreva a composição do conselho de administração por tipo de conselheiro:				
a. Conselheiros indicados por acionistas controladores				
b. Conselheiros indicados por outros grupos de acionistas				
c. Conselheiros indicados por funcionários				
d. Outros				
Para empresas de controle familiar, descreva a composição do conselho de administração usando a próxima coluna para inserir números:				

Tópico Principal	Tema	No
Estrutura e funcionamento do conselho de administração e interface com a administração* (continuação)	Conselheiros independentes (continuação)	
		25
	Mandato	26
		27
		28
	Remuneração	29
		30



Pergunta	Sim	Não	NA	Comentários
a. Conselheiros da família controladora				
b. Conselheiros que representam a família controladora, mas não são parentes				
c. Conselheiros independentes				
d. Outros				
Se aplicável, algum acionista minoritário (como um investidor institucional) ou um bloco deles atualmente indica algum membro do conselho?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho é integralmente eleito em uma base anual ou semestral?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A reeleição é permitida somente após uma avaliação formal do desempenho dos conselheiros?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Existe um procedimento formal para seleção de novos conselheiros que evite, ou pelo menos limite, a intervenção de executivos nesse processo?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa divulga a remuneração e os benefícios da equipe da administração (montante em dinheiro, ações, pacote total, etc.)?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa divulga a remuneração e os benefícios dos conselheiros (montante em dinheiro, ações, pacote total, etc.)?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	

Tópico Principal	Tema	No
Estrutura e funcionamento do conselho de administração e interface com a administração* (continuação)	Remuneração (continuação)	31
	Orçamento do conselho e dos consultores externos	32
		33
	Comitês	34
		35
		36
		37
		38
		Secretaria corporativa

Pergunta	Sim	Não	NA	Comentários
A empresa tem um procedimento transparente e formal implementado para desenvolver políticas de remuneração e definir pacotes de remuneração para a administração?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Orçamento do conselho e dos consultores externos	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os membros do conselho têm direito a consultar profissionais externos (advogados, auditores, especialistas, entre outros) pagos pela empresa para consultoria específica em assuntos relevantes?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho tem comitês formados somente por conselheiros, tais como comitê de Auditoria, comitê de Remuneração e comitê de Governança Corporativa?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os comitês possuem estatutos*/regimentos que definam sua formação e os métodos de operação?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os comitês são presididos por conselheiros independentes?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os regimentos proíbem a participação de executivos e da alta administração nos comitês do conselho?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Existe uma condição de que é necessário um comitê do conselho composto inteiramente por conselheiros independentes para aprovar todas as transações materiais com afiliadas dos acionistas controladores, conselheiros ou a alta administração?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa tem uma secretaria corporativa, cujas responsabilidades incluem a organização e o funcionamento do conselho de administração?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	

Tópico Principal	Tema	No
Estrutura e funcionamento do conselho de administração e interface com a administração* (continuação)	Secretaria corporativa (continuação)	40
	Conflito de interesse	41
		42
		43
		44
	Reuniões do conselho	45
		46
		47
		48
	Avaliação do conselho e dos conselheiros	49

Pergunta	Sim	Não	NA	Comentários
O trabalho como secretário corporativo é a função exclusiva desse funcionário?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os regimentos proíbem empréstimos ao acionista controlador e às partes relacionadas?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Nos últimos cinco anos, a empresa foi investigada por alguma autoridade reguladora ou bolsa de valores em relação ao tratamento dos acionistas?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Existem regras formais sobre como lidar com conflitos de interesses no conselho de administração e entre os membros da equipe da administração?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Existe uma política por escrito sobre negociação e aprovação de transações com partes relacionadas?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho se reúne com frequência: no máximo uma vez por mês ou no mínimo seis vezes por ano?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho tem uma agenda anual das reuniões?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Existe um calendário anual de reuniões do conselho, detalhando os tópicos de cada reunião? Exemplo: Recursos Humanos serão examinados na reunião de fevereiro; a gestão de riscos será revisada na reunião de maio.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os conselheiros recebem toda a documentação pelo menos sete dias antes da reunião?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho de administração avalia formalmente o seu desempenho ou faz uma revisão formal da sua eficácia?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	

Tópico Principal	Tema	No
Estrutura e funcionamento do conselho de administração e interface com a administração* (continuação)	Avaliação do conselho e dos conselheiros (continuação)	50
		51
	Avaliação dos diretores	52
		53
		54
		55
	Nomeação de executivos	56
Processos e ambiente de controle: controle interno, auditoria interna e auditoria externa	Controles internos	57
		58
	Comitê de Auditoria	59
		60

Pergunta	Sim	Não	NA	Comentários
O conselho de administração faz uma avaliação formal do desempenho individual dos conselheiros?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
As avaliações do conselho e dos conselheiros são conduzidas por um terceiro independente?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho de administração conduz uma avaliação formal anual do presidente executivo?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A avaliação do presidente executivo é feita por um terceiro independente?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os diretores participam de autoavaliações e avaliam o desempenho dos seus colegas?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa usa medidas de valor econômico agregado para avaliar o desempenho (ex. EVA, GVA, etc.)?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho aprova a lista de executivos indicados pelo presidente executivo?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa possui um sistema apropriado de controles internos e auditoria interna que interaja regularmente com os auditores externos e seja subordinado ao conselho?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho monitora sistematicamente a gestão de riscos da empresa e as políticas e procedimentos de conformidade?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa tem um comitê de Auditoria?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O comitê de Auditoria é formado por conselheiros não executivos?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	

Tópico Principal	Tema	No
Processos e ambiente de controle: controle interno, auditoria interna e auditoria externa (continuação)	Comitê de Auditoria (continuação)	61
		62
		63
		64
	Auditoria independente	65
		66
		67
		68
		69



Pergunta	Sim	Não	NA	Comentários
O comitê de Auditoria é formado somente por conselheiros independentes?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O comitê de Auditoria reúne-se regularmente com o presidente executivo, outros executivos e auditores?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O comitê de Auditoria reúne-se junto e separadamente com os auditores internos e externos?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O comitê de Auditoria avalia a qualidade das informações de subsidiárias, empresas associadas e terceiros, que podem afetar os demonstrativos financeiros consolidados?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho de administração/comitê de Auditoria seleciona os auditores independentes e faz uma avaliação formal e periódica do seu trabalho?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os auditores são contratados por um período preestabelecido, com a possibilidade de renovação de contrato após uma avaliação formal e documentada feita pelo comitê de Auditoria e/ou o conselho de administração?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa exige rodízio das empresas de auditoria?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Caso a empresa não exija rodízio de empresas de auditoria, ela exige o rodízio do parceiro de auditoria?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os auditores independentes reportaram alguma discordância em relação aos demonstrativos financeiros da empresa nos últimos cinco anos?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	

Tópico Principal	Tema	No
Processos e ambiente de controle: controle interno, auditoria interna e auditoria externa (continuação)	Auditoria independente (continuação)	70
	Auditoria interna	71
		72
		73
	Outros órgãos fiscais	74
	Gestão de riscos	75
		76
		77
Transparência e divulgação de informações	Divulgação de informações	78

Pergunta	Sim	Não	NA	Comentários
No caso de o auditor independente fornecer outros serviços profissionais, o comitê de Auditoria e/ou o conselho de administração estão cientes de todos os serviços e das remunerações?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A unidade de auditoria interna se reporta diretamente ao comitê de Auditoria ou ao conselho de administração?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A unidade de auditoria interna tem uma carta aprovada pelo comitê de Auditoria ou pelo conselho de administração?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os programas e planos de trabalho são consistentes com as estruturas de controle interno locais ou internacionais relevantes e com as normas de auditoria interna?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Caso a empresa não tenha um comitê de Auditoria, foi estabelecido um órgão permanente e independente com função similar?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho examina periodicamente os sistemas de gestão de riscos da empresa?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O conselho e a alta administração avaliam os riscos adequadamente ao fazer o planejamento de novas estratégias, atividades e produtos?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
No relatório anual, a empresa divulga os principais fatores de risco que podem afetar o fluxo de caixa das empresas?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O relatório anual* reserva um capítulo ou uma seção específica para as práticas de governança corporativa da empresa que estão sendo usadas ou que serão implementadas em breve?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	

Tópico Principal	Tema	No
Transparência e divulgação de informações (continuação)	Divulgação de informações (continuação)	79
		80
		81
		82
		83
		84
		85
		86

Pergunta	Sim	Não	NA	Comentários
Os regimentos, o relatório anual ou outro documento corporativo explicam o modelo de governança corporativa da empresa?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa divulga periodicamente aos acionistas o código e as práticas de governança corporativa, e até que ponto essas práticas estão em conformidade com o código voluntário de melhores práticas do país?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa divulga no relatório anual o seu código de ética, as principais disposições do seu programa de implementação e o grau de conformidade alcançado?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O relatório anual fornece informações sobre a remuneração dos membros do conselho e dos diretores executivos de forma individual ou agregada?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa publica relatórios trimestrais significativos, contendo análises dos segmentos (relatórios por unidade de negócios) bem como resultados por ação?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Todas as divulgações e comunicações com os acionistas são disponibilizadas na Internet no prazo oportuno?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa tem uma política e uma prática bem compreendidas de divulgação total e oportuna aos acionistas de todas as transações materiais com afiliadas dos acionistas controladores, membros do conselho ou a alta administração?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os acionistas recebem informações precisas e oportunas no site da web em relação ao número de ações de todas as classes mantidas pelos acionistas controladores e suas afiliadas (concentração de propriedade)?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	

Tópico Principal	Tema	No
Transparência e divulgação de informações (continuação)	Divulgação de informações (continuação)	87
		88
		89
	Uso de informações privilegiadas	90
		91
Tratamento de acionistas minoritários	Aquisição de controle	92
		93
		94
	Questões familiares (caso a empresa seja controlada ou tenha sido fundada por uma família)	95
		96

Pergunta	Sim	Não	NA	Comentários
O relatório anual divulga aos acionistas minoritários os principais riscos associados à identidade dos acionistas controladores da empresa?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa prepara e apresenta todos os demonstrativos e relatórios financeiros de acordo com o IFRS ou os Princípios Contábeis Geralmente Aceitos dos EUA?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
O comitê de Auditoria é informado dos principais itens não cobertos no Balanço Patrimonial e do impacto potencial caso eles sejam incluídos nos demonstrativos financeiros?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa possui uma política de divulgação de informações importantes para o mercado?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Existe uma política de negociação de títulos que inclua períodos em que a negociação de ações por parte de executivos ou outras pessoas com informações privilegiadas seja proibida?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa concede direitos de tag-along (de usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores) aos acionistas minoritários* (um item obrigatório no caso de transferência de controle acionário da empresa) que ultrapassem as exigências legais?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
A empresa concede 100% de tag-along às ações sem direito a voto?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Existe uma política que exija a aprovação dos acionistas antes da adoção de uma pílula de veneno*?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Os acionistas têm um conselho de família?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
As atividades do conselho de família estão formalizadas em algum documento?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	

Tópico Principal	Tema	No
Tratamento de acionistas minoritários (continuação)	Questões familiares (caso a empresa seja controlada ou tenha sido fundada por uma família) (continuação)	97
		98
		99
		100



Pergunta	Sim	Não	NA	Comentários
Existem normas claras para os familiares que trabalham na empresa?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Há uma clara separação de funções entre o conselho de família e a diretoria?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Há um escritório da família para gerenciar os negócios, riqueza e outros assuntos da família?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	
Se não houver um escritório da família, as despesas pessoais, investimentos e quaisquer outros serviços pessoais são gerenciados fora da empresa?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	



## Apêndice 4: Definição indicativa de conselheiro independente da Corporação Financeira Internacional (IFC)

O propósito de identificar e indicar conselheiros independentes é assegurar que o conselho de administração inclua dirigentes capazes de pôr em prática com eficácia o melhor juízo em benefício exclusivo da Empresa, juízo esse que não seja nublado por conflitos de interesse reais ou percebidos. A IFC espera que em todos os casos em que um diretor seja identificado como “independente”, o conselho de administração determine afirmativamente que esse diretor atenda aos requisitos estabelecidos pelo conselho de administração e não tenha relacionamento material com a direção da empresa, controladores ou outras pessoas que razoavelmente se possa esperar que venham a interferir no exercício independente de seu melhor arbítrio no interesse exclusivo da Empresa. É apresentada, a seguir, uma definição indicativa. Caso a empresa e a IFC devem considerar mudanças adaptáveis ao tipo de relacionamento que possa impedir a independência de um diretor, levando em conta as circunstâncias de uma determinada companhia.

“Conselheiro Independente” significa um membro do conselho que não tenha relacionamento direto nem indireto nem material com a empresa, a não ser como membro do conselho de administração e que:

- a. Não seja nem tenha sido nos últimos cinco (5) anos empregado da empresa ou suas afiliadas;
- b. Não tenha e não tenha tido nos últimos cinco (5) anos um relacionamento com a empresa ou suas afiliadas (seja diretamente ou como parceiro, acionista (exceto na medida em que essas ações sejam mantidas por esse diretor em conformidade com um requisito da lei aplicável no país para diretores de modo geral), diretor, executivo ou diretor executivo de uma pessoa que tenha ou já tenha tido tal relacionamento);
- c. Não seja afiliado a nenhuma organização sem fins lucrativos que receba financiamento significativo da empresa ou de seus afiliados;
- d. Não receba nem tenha recebido qualquer remuneração adicional da empresa ou de seus afiliados, salvo seus honorários como diretor e contanto que tais honorários não constituam parcela significativa de sua renda anual;
- e. Não participe de qualquer opção de ação [esquema]/[plano] ou pensão [esquema]/[plano] da empresa ou de qualquer de suas afiliadas;
- f. Não seja empregado como executivo de qualquer empresa na qual qualquer dos executivos da empresa sejam membros do conselho de administração;
- g. Não seja nem tenha sido nos últimos cinco (5) afiliado a um auditor atual ou anterior da empresa ou de qualquer de suas afiliadas ou empregado das mesmas;
- h. Não tenha interesse material na empresa ou em suas afiliadas (seja diretamente ou como parceiro, acionista, diretor, executivo ou diretor executivo de uma pessoa que tenha tal interesse);
- i. Não pertença à família imediata (e não seja o testamenteiro, administrador ou representante pessoal de qualquer pessoa falecida ou legalmente incompetente) de qualquer indivíduo que não cumpra qualquer dos requisitos estipulados nas alíneas a ou i acima (caso seja diretor da empresa); e
- j. Não tenha sido membro do conselho de administração por mais de dez (10) anos.

Para fins desta definição, “interesse material” significará propriedade direta ou indireta de ações com direito a voto que representem pelo menos 2% do número de votos restante ou do capital da empresa ou de qualquer de suas afiliadas.



# Apêndice 5: Metodologia da análise do Capítulo 7

Este apêndice descreve a metodologia seguida em todas as análises quantitativas apresentadas no Capítulo 7, a qual avalia a hipótese geral de que a adoção de boas práticas de governança corporativa por parte das integrantes do Círculo de Companhias influenciou positivamente seu desempenho global. Essa análise é realizada mediante a aplicação de cinco enfoques diferentes. Os dados foram obtidos junto ao banco de dados Economatica®, um sistema com foco em empresas latino-americanas amplamente utilizado por profissionais do mercado e pesquisadores acadêmicos da região. O sistema compila o preço de ações e outros dados corporativos diretamente das bolsas de valores, evitando assim erros potenciais da coleta de dados. O grupo de empresas latino-americanas semelhantes representa todas as empresas listadas da região, incluídas no Economatica® e com ações ativas até março de 2009<sup>1</sup>. Para facilitar as comparações, todos os dados foram coletados em dólares norte-americanos, convertidos à taxa de câmbio oficial na respectiva data a que se referem dos dados<sup>2</sup>. Os detalhes metodológicos são apresentados separadamente para cada um dos cinco enfoques usados no capítulo.

## Enfoque 1 — Comparação de indicadores operacionais escolhidos referentes às empresas do Círculo de Companhias frente às empresas latino-americanas listadas

### Gráfico correlato: Gráfico 1

Detalhes metodológicos:

- ▶ O Gráfico 1 compara os resultados médios das catorze integrantes do Círculo de Companhias em comparação ao grupo de 1.078 empresas latino-americanas.
- ▶ Os dados referem-se aos anos 2005-2007.
- ▶ As cifras constantes do gráfico referem-se à média de três anos de cada grupo.
- ▶ Para evitar qualquer distorção em relação aos dados extremos, foram excluídos valores atípicos do grupo latino-americano (resultados 2,5% mais altos e 2,5% mais baixos).<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Nem todas as empresas do Círculo de Companhias foram utilizadas em todas as análises. O Grupo Suzano é tratado como duas empresas separadas, Suzano Papel e Celulose e Suzano Petroquímica, uma vez que as duas empresas foram listadas separadamente na bolsa de valores, apesar de terem participado do Círculo como uma só empresa e de ambas as entidades pertencerem ao mesmo grupo controlador. A Suzano Petroquímica foi excluída dos dados de 2008 após sua aquisição pela Petrobras em 2007. A análise não inclui a Atlas, que foi listada na Costa Rica antes de sua aquisição, em 2008, pela Mabe do México, uma vez que o banco de dados da Economatica® não abrange empresas listadas no mercado de ações da Costa Rica.

<sup>2</sup> Por exemplo, quando os dados de capitalização de mercado de uma empresa brasileira são fornecidos em relação a 31 de dezembro de 1997, a capitalização de mercado é calculada em Reais brasileiros (BRL) daquela ocasião e dividida pela taxa de câmbio oficial entre BRL / USD em 31 de dezembro de 1997.

<sup>3</sup> Os fatores discrepantes das empresas do Círculo de Companhias não foram excluídos por causa do pequeno tamanho da amostra, o que poderia acarretar distorções maiores nos dados. Como teste de robustez, todas as análises foram refeitas excluindo-se as companhias do Círculo com melhor e pior desempenho, obtendo-se resultados gerais e conclusões semelhantes. Para investigar mais o possível efeito dos fatores discrepantes, foram comparados os valores medianos dos dois grupos, além dos valores médios. Nesse caso, os resultados favoreceram ainda mais claramente as empresas do Círculo de Companhias.

## Enfoque 2 — Evolução do lucro econômico anual (versão simplificada de EVA®) das companhias do Círculo em comparação às latino-americanas listadas

### Gráfico correlato: Gráfico 2

Detalhes metodológicos:

- ▶ O Gráfico 2 analisa a evolução do lucro econômico (por meio de um substituto de EVA®) do grupo de catorze companhias do Círculo em comparação com o grupo de 1.078 empresas latino-americanas listadas de 1995 a 2007.
- ▶ Banco de dados Economatica® forneceu os dados financeiros.
- ▶ As taxas de desconto (custo de capital e custo de capital de terceiros) foram fornecidas pelo *website* especializado Damodaran Online ([www.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/)).
- ▶ Os dados do Índice de Títulos de Mercados Emergentes (EMBI+)⁴ foram fornecidos pelo *site* <http://www.cbonds.info/>.
- ▶ As taxas tributárias de cada país foram fornecidas pela *KPMG Tax Rate Survey*.
- ▶ As cifras do gráfico referem-se à média de todas as empresas do Círculo de Companhias; a média de todas as 1.078 empresas latino-americanas foi fornecida pelo Economatica®.
- ▶ O substituto EVA® foi calculado como Renda Líquida + Despesa de Juros \* (1 — Taxa Tributária Corporativa) - WACC \* Capital Investido.
- ▶ O Capital Investido foi calculado como: Ativos Totais — Ativo Diferido — Investimentos / *holdings* em afiliados / empresas controladas — Passivos de Longo Prazo + Dívida Financeira de Curto e Longo Prazos + Obrigações de Curto e Longo Prazo a Pagar + Dívidas a Pagar a afiliados/empresas controladas.
- ▶ O WACC foi estimado usando-se o valor patrimonial do capital e o valor contábil da dívida (curto e longo prazos, incluindo obrigações).
- ▶ O custo do capital de terceiros e o custo do capital próprio foram estimados como custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros da indústria nos EUA (fornecido diretamente pela Damodaran Online) mais o risco do país para o respectivo ano (medido pelo *spread* entre o EMBI+ de cada país e os títulos do Tesouro dos EUA).
- ▶ Para evitar qualquer distorção em relação aos dados extremos, foram excluídos valores atípicos do grupo latino-americano (resultados dos 2,5% mais altos e mais baixos)⁶.

## Enfoque 3 — Comparação de indicadores de mercado escolhidos referentes às empresas do Círculo frente às latino-americanas listadas

### Gráfico correlato: Gráfico 3

Detalhes metodológicos:

- ▶ O Gráfico 3 compara os resultados médios do grupo de catorze companhias do Círculo em relação ao grupo de 1.078 empresas latino-americanas.
- ▶ Os dados referem-se aos anos 2005–2007.

⁴ EMBI+ é um índice de referência do mercado de títulos produzido pelo banco de investimentos J.P.Morgan. Ele acompanha os retornos totais dos instrumentos de dívida externa negociados nos mercados emergentes. Como indica as taxas de juros pagas pelos países emergentes sobre seus títulos externos, é amplamente considerado com um substituto para medir o risco país.

⁵ WACC é o Custo médio ponderado de capital. É o custo total do capital próprio de uma empresa baseado nos custos de capital próprio e no custo de capital de terceiros. É entendido também como a taxa que a empresa deverá pagar para financiar seus ativos ou o rendimento mínimo que uma empresa deve obter sobre a base de ativos existente para satisfazer seus credores, acionistas e outros provedores de capital. É calculado utilizando a seguinte equação:  $WACC = (E/(E+D)) * ke + (D/(E+D)) * kd(1 - Tc)$ , onde: E = Valor de mercado do patrimônio da empresa; D = Valor de mercado da dívida da empresa; ke = Custo do capital próprio; kd = Custo do capital de terceiros; e, Tc = taxa de imposto da empresa.

⁶ Semelhante à explicação na Nota de Rodapé 1, fizemos todas as análises sem excluir os fatores discrepantes, com os resultados gerais permanecendo qualitativamente semelhantes.

- As cifras constantes do gráfico referem-se à média de três anos de cada grupo.
- Para evitar qualquer distorção em relação aos dados extremos, foram excluídos valores atípicos do grupo latino-americano (resultados 2,5% mais altos e mais baixos)<sup>7</sup>.

#### Enfoque 4 — Análise do impacto de anúncios imprevistos de melhorias nas práticas de governança corporativa sobre o preço das ações

##### Gráfico correlato: Gráfico 4

Detalhes metodológicos:

- O Gráfico 4 apresenta resultados agregados do anúncio de melhorias na governança corporativa das companhias do Círculo de 1998 a 2007.
- Após exclusões devidas à falta de liquidez de ações ou de ações cotizadas durante o período do evento, foram identificados doze diferentes eventos de oito do Círculo de Companhias.
- Não foram identificados eventos claros para a Atlas, Cimento Argos, Ferreyros, ISA, Marcopolo, NET and Ultrapar.
- Foi estabelecida uma janela de eventos de dezesseis dias, com cinco dias antes da publicação (D-5) e dez dias após a publicação (D+10).
- O modelo de mercado, usado no cálculo de rendimentos previstos, mediu rendimentos anormais.
- A janela de estimativa incluiu 50 dias de negociação antes da janela do evento (de -55 a -6).
- A tabela abaixo apresenta um resumo de todos os eventos analisados. Os eventos foram selecionados com base em seu potencial de melhoria nas práticas de governança corporativa das empresas do Círculo de Companhias:

**Tabela 1 — Resumo de todos os eventos analisados**

# Notícias	Empresa	País	Data do evento	Manchete da notícia	Fundamento da governança corporativa
1	Buenaventura	Peru	18/12/95	Buenaventura lançará ADRs na NYSE	A listagem cruzada em ambientes com requisitos mais altos de governança corporativa indica um claro compromisso com mais divulgação de informações e melhores práticas
2			1/4/02	Buenaventura combina Classes de Ações A e B em um único tipo	A consolidação de ações em um único tipo, adotando a norma de “uma ação um voto” está de acordo com as recomendações da maioria dos códigos da governança corporativa.
3	CCR Rodovias	Brasil	3/4/07	CCR elege um conselheiro independente para seu conselho de administração	A eleição de um conselheiro independente assinala a intenção de passar para uma estrutura do conselho de administração com supervisão independente da gestão.
4	CPFL Energia	Brasil	15/3/07	CPFL simplifica a estrutura de propriedade	Uma simplificação da estrutura de propriedade facilita aos investidores externos a compreensão dos fluxos financeiros internos e externos da empresa
5	Embraer	Brasil	21/7/00	Embraer terá ADRs emitidas na NYSE	Ver as razões para o Evento 1

<sup>7</sup> Semelhante à explicação da Nota de Rodapé 1, todas as análises foram refeitas como um teste de robustez, excluindo-se a companhia de desempenho mais alto e o de desempenho mais baixo do Círculo e obtendo-se as mesmas conclusões gerais. Comparamos também os valores medianos dos dois grupos, além dos valores médios, e os resultados continuaram semelhantes.



# Notícias	Empresa	País	Data do evento	Manchete da notícia	Fundamento da governança corporativa
6			13/1/06	Embraer prepara-se para a reestruturação e conversão acionárias de ações sem direito a voto	Ver as razões para o Evento 2
7	Homex	México	10/10/06	Homex elege um conselheiro independente para seu conselho de administração	Ver as razões para o Evento 3
8	Natura	Brasil	28/2/05	Natura anuncia um novo diretor executivo profissional em coerência com seu plano de sucessão	A sucessão planejada de um presidente executivo (CEO), especialmente sem vínculos de família com os acionistas controladores, pode ser vista como um sinal de ambiente meritocrático e bem governado
9			2/12/05	Natura une-se ao Índice BM&FBOVESPA-ISE	A seleção de um índice que inclua empresas comprometidas com os padrões de governança corporativa e sustentabilidade demonstra um esforço real da empresa neste sentido
10	Suzano Papel e Celulose	Brasil	9/5/03	Suzano anuncia um novo modelo de governança corporativa	O anúncio de melhorias na composição e funcionamento do conselho de administração é sinal de sérios esforços, por parte da empresa, no sentido de melhores práticas de governança
11			2/6/06	Suzano anuncia um novo diretor executivo fora do controle acionário da família	Ver as razões para o Evento 8
12	Suzano Petroquímica	Brasil	25/10/04	Suzano Petroquímica une-se ao Nível 2 da governança corporativa da BM&FBOVESPA	A migração para um segmento de listagem com requisitos mais rigorosos de governança corporativa demonstra intenção de adotar melhores práticas de governança corporativa

## Abordagem 5 – Análise de retornos anuais de ações das empresas do Círculo de Companhias em comparação a diferentes referências

### Gráficos correlatos: Gráficos 5a, 5b, 5c, and 5d

Detalhes metodológicos:

- O Gráfico 5a apresenta os retornos anuais compostos de ações das empresas do Círculo de Companhias em comparação a uma carteira igualmente ponderada com 1.073 empresas latino-americanas.
- O Gráfico 5b apresenta os retornos anuais compostos de ações das empresas do Círculo de Companhias em comparação com uma carteira igualmente ponderada com 113 empresas latino-americanas com ADRs.
- O Gráfico 5c apresenta os retornos anuais compostos de ações das empresas do Círculo de Companhias em comparação com uma carteira igualmente ponderada com 1.073 empresas latino-americanas, depois do reajuste a ponderações nacionais.
- O retorno anual de cada ação foi calculado dividindo o preço da ação no último dia de negociação do ano pelo preço do papel no primeiro dia de negociação do ano determinado. Os preços das ações são reajustados pelo sistema Economatica® para todas as atividades corporativas (tais como desdobramentos de ações, ajustes de capital, reduções de capital, desdobramentos reversos), incluindo dividendos em dinheiro. Este ajuste é feito para evitar a contabilidade de ações corporativas que provoquem mudanças abruptas na série de preços das ações e que não representem realmente a valorização ou a desvalorização das ações. O retorno da carteira foi calculado como o rendimento médio de todas as empresas com ações negociadas em cada ano.



- › Para a análise de ponderação nacional (Gráfico 5c), o peso de cada país na carteira do Círculo de Companhias de um determinado ano foi replicado no tocante a duas carteiras: todas as empresas latino-americanas e todas as empresas com ADRs. Por exemplo, em 2007 o rendimento da carteira com todas as empresas latino-americanas foi assim calculado: Rendimento médio de todas as empresas brasileiras listadas \* peso das empresas brasileiras (neste caso 9/14, peso das empresas brasileiras na carteira do Círculo em 2007) + rendimento médio de todas as empresas peruanas listadas \* peso das empresas peruanas (neste caso 2/14) + rendimento médio de todas as empresas colombianas listadas \* peso das empresas colombiana (neste caso 2/14) + rendimento médio de todas as empresas mexicanas listadas \* peso das empresas mexicanas (neste caso 1/14).

## Detalhes sobre a análise ajustada ao risco

### Gráficos correlatos: Gráfico 5d, 5e e 5f

Detalhes metodológicos:

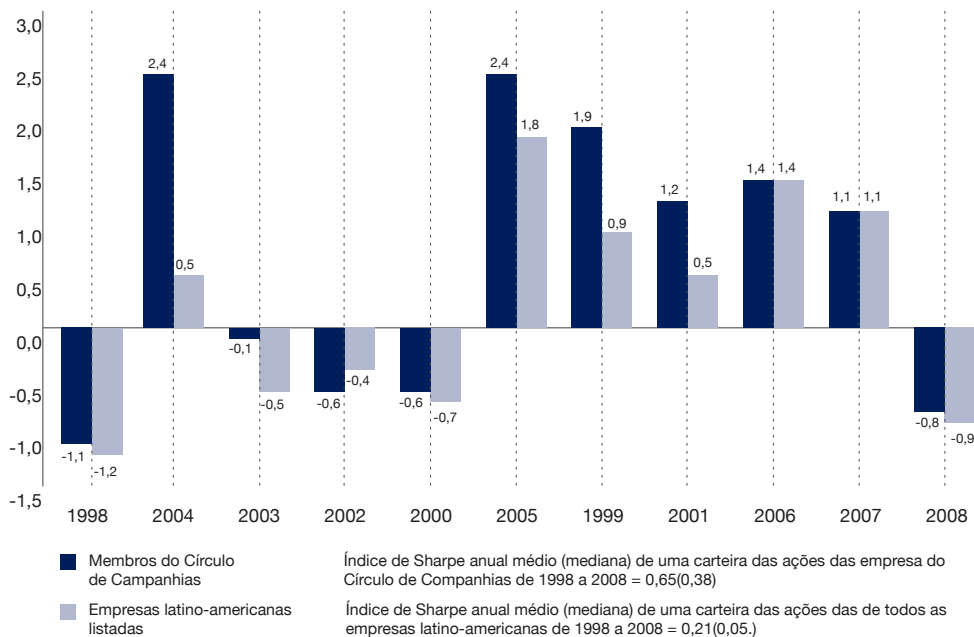
- › Os gráficos 5d, 5e e 5f apresentam os resultados da análise de ajustada ao risco, comparando o Índice de Sharpe, o Índice de Treynor e o Alfa de Jensen das empresas do Círculo de Companhias a uma ampla carteira de 1.073 empresas latino-americanas listadas de 1998 a 2008. Foram utilizadas três medidas ajustadas ao risco destacadas nas publicações e amplamente usadas pelos profissionais do mercado: Índice de Sharpe, o Índice de Treynor e o Alfa de Jensen.
- › O Índice de Sharpe (SR) é calculado com a seguinte equação:  
SR = (retorno da carteira — taxa livre de risco) / volatilidade da carteira  
ou  
SR = (retorno do ativo — taxa livre de risco) / volatilidade da carteira

O **Índice de Sharpe** compara o retorno do ativo, descontando a taxa livre de risco na qual se mantém o ativo (o risco sistêmico) e sua volatilidade (o risco idiossincrático). De acordo com a Investopedia<sup>8</sup>:

O Índice de Sharpe indica se os retornos de uma carteira são devidos a decisões de um investimento inteligente ou resultado de risco excessivo. Esta medida é muito útil porque, embora uma carteira ou fundo possa produzir rendimentos mais altos do que seus concorrentes, será um bom investimento somente se os rendimentos mais altos não implicarem risco demasiadamente alto. Quanto maior o SR da carteira, tanto melhor foi seu desempenho ajustado ao risco. Um SR negativo indica que um ativo de menor risco teria melhor desempenho do que o título sob análise.

<sup>8</sup> [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com).

**Gráfico 5d — Análise ajustada ao risco: o Índice de Sharpe das empresas do Círculo de Companhias em comparação a uma ampla carteira de 1.073 empresas latino-americanas listadas de 1998 a 2008**



O Índice de Treynor (TR) é calculado com a seguinte equação:

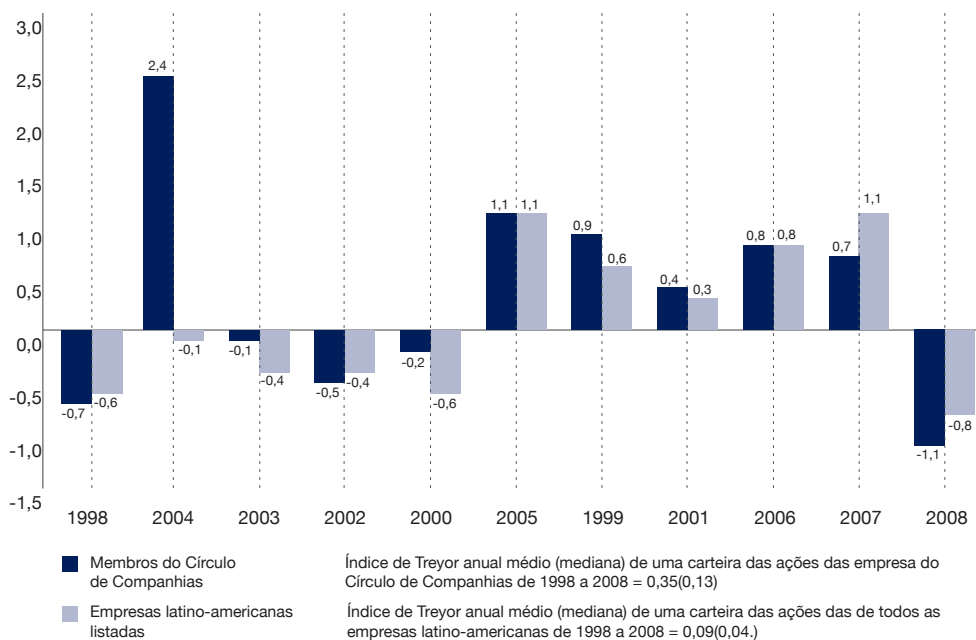
$$TR = \frac{\textit{retorno da carteira} - \textit{taxa livre de risco}}{\textit{beta da carteira}}$$

ou

$$TR = \frac{\textit{retorno do ativo} - \textit{taxa livre de risco}}{\textit{beta do ativo}}$$

O **Índice de Treynor** é semelhante ao Índice de Sharpe. A diferença é a medida do risco específico ou idiossincrático. Enquanto o Índice Sharpe utiliza a volatilidade anual das ações (desvio padrão de rendimentos), o Índice de Treynor usa o beta do ativo, uma medida de correlação entre o ativo e os rendimentos do mercado.

**Gráfico 5e — Análise ajustada ao risco: o Índice de Treynor das empresas do Círculo de Companhias em comparação a uma ampla carteira de 1.073 empresas latino-americanas listadas de 1998 a 2008**



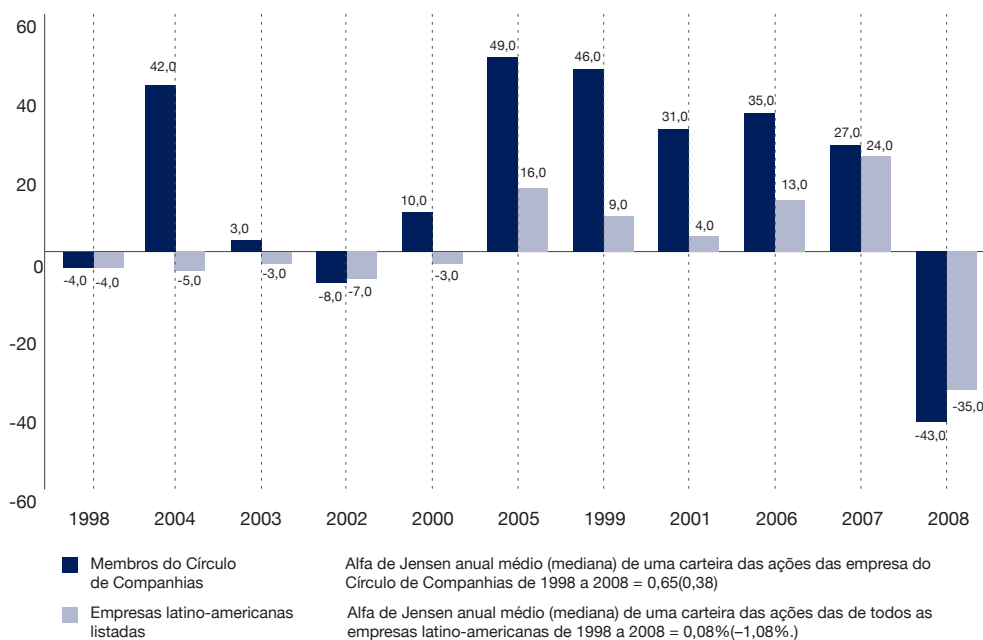
O Alfa de Jensen (J) é calculado com a seguinte equação:

$$J = \text{retorno dos ativos} - [\text{taxa livre de risco} + \text{beta dos ativos} * (\text{retorno referencial} - \text{taxa livre de risco})]$$

O Alfa de Jensen procura medir o rendimento “extra” que receberia um investidor ao investir em um determinado ativo. É a diferença entre o retorno de um ativo e o rendimento previsto do ativo. O rendimento previsto do ativo é apresentado pelo Modelo de Formação de Preços de Ativos Financeiros (CAPM), um método de preço de ativos amplamente utilizado. De acordo com a Investopedia:

A ideia básica é a seguinte: para analisar o desempenho de um gestor de investimentos, é preciso examinar não somente o rendimento global de uma carteira, mas também o risco dessa carteira. Por exemplo, se houver dois fundos mútuos, ambos com um rendimento de 12%, um investidor racional desejará que esse fundo tenha menos risco. A medida de Jensen é um dos meios para ajudar a determinar se uma carteira está produzindo o rendimento devido para seu nível de risco. Se o valor for positivo, a carteira estará produzindo um rendimento excedente ou “anormal”. Em outras palavras, um valor positivo do Alfa de Jensen significa que um gestor de fundo “ganhou do mercado” graças às suas aptidões de escolher ações.

**Gráfico 5f — Análise ajustada ao risco: o Alfa de Jensen das empresas do Círculo de Companhias em comparação a uma ampla carteira de 1.073 empresas latino-americanas listadas de 1998 a 2008**



Para calcular os três indicadores ajustado ao risco, foram adotadas as seguintes premissas:

- Retorno do ativo: rendimento anual das ações, dividindo os preços das ações no fim de um determinado ano pelos preços no fim do ano anterior
- Taxas livres de risco: A média anual de lucro de um título de dez anos do Tesouro dos EUA + média anual do EMBI do país onde a empresa está sediada (por exemplo, a taxa livre de risco de uma empresa brasileira em 2005 foi calculada pela risco médio do país durante o ano, medida de maneira aproximada pelo EMBI+) o lucro médio anual de títulos de dez anos do Tesouro dos EUA em 2005
- Volatilidade dos ativos: desvio padrão de rendimentos anuais de ativos
- Beta dos ativos: baseado nos 36 meses anteriores em comparação ao índice global do mercado de ações local. Por exemplo, o beta dos ativos de uma empresa brasileira em 2005 foi calculado usando rendimentos de ações dos últimos 36 meses em comparação ao IBOVESPA
- Retorno da carteira de mercado: o retorno anual do índice de mercado da bolsa de valores local onde opera a empresa. Por exemplo, para uma empresa brasileira em 2005 o rendimento do mercado foi calculado pelo rendimento anual do IBOVESPA em 2005

## Seção 4: Benefícios da boa governança durante a recente crise financeira

### Gráficos relacionados: Gráficos 6a, 6b, 6c, 6d e Tabela 6e

Detalhes metodológicos:

- Os gráficos 6a e 6b comparam os resultados médios do grupo de do Círculo de Companhias a um grupo de 1.073 empresas listadas da América Latina.
- Os dados referem-se ao resultado médio de ambos os grupos no final de 2008.
- Os gráficos são montados segundo o mesmo procedimento utilizado para os Gráficos 1 e 3, que comparam os indicadores operacionais e de mercado para o período 2005–2007. Assim como esses gráficos, os fatores discrepantes do grupo da América Latina foram excluídos (2,5% dos resultados mais altos e mais baixos) para evitar qualquer tendenciosidade de dados extremos.
- Os gráficos 6c e 6d apresentam a reação do mercado de ações das empresas do Círculo de Companhias após o surgimento da crise financeira global de 2008, comparada com três carteiras: 1.073 empresas latino-americanas, um grupo de controle combinado formado por treze empresas relativamente semelhantes às empresas do Círculo<sup>9</sup> e os índices oficiais dos mercados de capitais dos países aos quais pertencem as empresas do Círculo.
- A Tabela 6e apresenta os resultados de várias regressões utilizando a metodologia dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS) executados para explorar as possíveis determinantes de um baixo rendimento das ações durante a crise financeira de 2008.
- Criar um grupo controle utilizado como grupo de referência para o Gráfico 6d: para cada empresa do Círculo, foi selecionado um equivalente com as mais maiores semelhanças de capitalização de mercado e rentabilidade operacional do mesmo país e ramo da indústria. Mas devido às restrições acerca do número de empresas listadas em alguns países, nem sempre foi possível encontrar uma empresa listada comparável do mesmo ramo da indústria e/ou de mesmo tamanho que a companhia do Círculo. Nesses casos, foi escolhida uma empresa com receitas totais comparáveis que operasse em ambientes de mercado semelhantes aos da companhia do Círculo. A tabela abaixo apresenta a empresa que corresponde a cada integrante do Círculo:

País	Membro do Círculo	Empresa Correspondente
Peru	Buenaventura	Soc. Min. Cerro Verde
Brasil	CCR Rodovias	OHL
Colômbia	Cementos Argos	Paz del Rio
Brasil	CPFL Energia	Cemig
Brasil	Embraer	TAM
Peru	Ferreyros	Alicorp SA
México	Homex	Urbi Desarrollos
Colômbia	ISA Interconex Elec	Isagen SA
Brasil	Marcopolo	Randon Participações
Brasil	Natura	Pão de Açúcar – CBD
Brasil	NET	UOL
Brasil	Suzano Papel	VCP
Brasil	Ultrapar	Braskem

<sup>9</sup> Como a Suzano Petroquímica foi adquirida em agosto de 2007 pela Petrobras (a empresa estatal brasileira de petróleo), não foi incluída na carteira do Círculo para a análise de 2008.

- No Gráfico 6d, os resultados do Círculo de Companhias são comparados aos resultados dos índices oficiais do mercado de ações dos países de origem das empresas do Círculo. A análise utilizou o IBOVESPA do Brasil, o IGVBL do Peru, IGBC da Colômbia e IPyC do México.
- A Tabela 6e reproduz a metodologia mais complexa utilizada em pesquisa acadêmica anterior, particularmente o estudo realizado por Baek, Kang e Park (2004) na crise financeira do Leste Asiático na década de 1990. Ela inclui regressão estatística múltipla para identificar os atributos corporativos que estão associados ao desempenho comparativamente melhor das ações durante um choque econômico. Além da filiação ao grupo do Círculo e da emissão de ADRs de nível 2 ou 3,<sup>10</sup> os seguintes atributos foram obtidos e levados em conta:
  - + Tamanho da empresa, medido por receitas operacionais totais e pelo total de ativos
  - + Rentabilidade da empresa, medida pelo rendimento sobre os ativos (ROA — Return on Assets - ganhos antes da dedução de juros e impostos divididos pelo total de ativos) e retorno sobre o patrimônio (ROE — Lucro líquido/patrimônio líquido)
  - + Valor da empresa, medida pelo coeficiente preço-valor patrimonial (PVP — Preço / Valor patrimonial por ação) e pelo valor total da empresa (dívida mais capital) dividido pela EBITDA (EVEBITDA)
  - + Alavancagem financeira medida pelo índice de endividamento (a dívida financeira da empresa dividida pelo valor patrimonial de suas ações)
  - + Solvência da empresa no curto prazo, medida pelo quociente de caixa (relação entre as disponibilidades de caixa e os títulos de liquidez e todo o passivo) e o índice de liquidez corrente (ativo circulante/passivo circulante)
  - + Indústria, medida por dezoito indústrias baseadas na classificação fornecida pelo banco de dados Economática®
  - + Risco das ações medido pelo coeficiente beta (covariância dos rendimentos das ações e os retornos do índice oficial do mercado de ações dividido pela variância das ações) e pela volatilidade das ações (desvio padrão anual dos rendimentos das ações)
  - + Liquidez das ações medida pelo coeficiente de liquidez fornecido pela Economática® e pelo free float (ações negociadas livremente em bolsa) da empresa
  - + Estrutura de propriedade, medida pela concentração de direitos de voto detidos pelos três acionistas principais
- A amostra para executar as regressões apresentadas no Gráfico 6c é formada por 471 empresas listadas do Brasil, Peru, Colômbia e México, os países com empresas no grupo do Círculo de Companhias.
- A tabela abaixo apresenta o resultado de diferentes regressões:

<sup>10</sup> Essas empresas foram escolhidas porque os emissores de ADRs 2 e 3 estão sujeitos às exigências da Lei Sarbanes-Oxley e, portanto, sujeitos a regras mais rigorosas de divulgação de informações e controles internos.

### Tabela 6e regressão múltipla de Quadrados Mínimos Ordinários (OLS)

A regressão OLS dos retornos das ações durante o surgimento da crise financeira global de 2008 e os atributos corporativos, inclusive, a filiação ao grupo do Círculo de Companhias

OLS regression of stocks returns during the emergence of 2008 global financial crisis and corporate attributes, including affiliation to Companies Circle group.

Variáveis explicativas	Período crítico de HPR (01/09/2008 a 1/12/2008)			HPR Segundo semestre de 2008 (01/07/2008 a 31/12/2008)		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Membro do Círculo	0,057** (2,02)	0,074** (2,31)	0,060* (1,77)	0,116*** (3,23)	0,105*** (2,64)	0,083** (2,07)
ADR23	-	-	0,051** (2,02)	-	-	0,083*** (2,83)
InREV	-	-0,009** (-2,22)	-0,009** (-2,13)	-	-0,006** (-1,30)	-0,008** (-1,57)
ROA	-	0,215*** (2,73)	0,238*** (2,85)	-	0,260*** (2,76)	0,278*** (2,95)
PVP (Preço / Valor patrimonial por ação)	-	-	-0,000 (-0,19)	-	-	-0,000 (-0,24)
Coeficiente de endividamento	-	-0,001 (0,31)	0,001 (0,26)	-	-0,003 (1,12)	-0,001 (0,18)
Coeficiente de caixa	-	-0,007 (-1,61)	-0,005 (-1,06)	-	-0,004 (-0,69)	-0,001 (-0,29)
Indústrias do grupo de fictícias	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Interceptar	-0,417*** (-5,47)	-0,373*** (-4,64)	-0,306*** (-3,07)	-0,503*** (-8,47)	-0,484*** (-4,95)	-0,477*** (-4,54)
R2	18,45%	25,41%	27,67%	18,31%	21,64%	23,87%
Amostra (n)	444	354	338	453	366	350

► Esta tabela apresenta o resultado das regressões múltiplas de OLS calculando os efeitos dos atributos corporativos selecionados (inclusive filiação ao Grupo do Círculo) sobre os rendimentos das ações durante o surgimento da crise financeira global de 2008. As variáveis dependentes são o retorno durante o prazo de manutenção (HPR — o rendimento total de um investidor que detém as ações) durante duas janelas de tempo diferentes:

- O chamado “Período Crítico” a partir de 1º de setembro de 2008, imediatamente anterior ao colapso do Lehman Brothers e dos prestamistas de hipotecas Fannie Mae and Freddie Mac nos EUA, até 1º de dezembro de 2008, quando o *National Bureau of Economic Research* anunciou formalmente que os EUA estavam em recessão
- Todo o segundo semestre de 2008

As variáveis explicativas incluem:

- + Membro do Círculo é uma variável fictícia que adota o valor 1, se a empresa for do Círculo e 0 se não for
- + ADR23 é uma variável fictícia que adota o valor 1 se a empresa comercializar ADRs de níveis II e III nos mercados dos EUA e zero em outras situações
- + InREV é o logaritmo natural das receitas operacionais totais para 2007
- + ROA é o rendimento sobre os ativos para o ano de 2007, medido pelos ganhos antes da dedução de juros e impostos divididos pelo total de ativos
- + PVP é o coeficiente entre o preço e o valor patrimonial no final de 2007, medido pelo preço de mercado das ações dividido pelo seu valor patrimonial
- + Coeficiente de endividamento é a dívida financeira da empresa dividida pelo valor patrimonial de suas ações no final de 2007
- + Coeficiente de caixa é uma medida de liquidez de curto prazo. É calculada pelo coeficiente entre as disponibilidades de caixa e os títulos de liquidez e todo o passivo corrente no final de 2007

É importante observar que foram utilizadas nas regressões dezoito indústrias fictícias (classificação dada pelo banco de dados da Economatica®), que não foram incluídas na tabela devido à limitação de espaço. A amostra é formada por 471 empresas listadas do Brasil, Peru, Colômbia e México, os países com empresas representadas no grupo do Círculo de Companhias.

- + Os números (1), (2) e (3) referem-se a três modelos econométricos diferentes empregados para análise.
  - + Os valores  $p^{11}$  são apresentados entre parênteses
  - + \*\*\*, \*\* e \* representam significado estatístico nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente
  - + Todos os modelos foram calculados com erros padrão de heterocedasticidade ajustados, o que significa que a metodologia diferencia a dispersão dos retornos das ações das empresas da amostra junto com o período analisado.<sup>12</sup>
- Em linhas gerais, o Gráfico 6e indica que ser do grupo do Círculo de Companhias é um fator positivo durante períodos de retração do mercado, após a filtragem de outros atributos corporativos capazes de afetar o desempenho das ações, tais como o setor da indústria, o tamanho, a rentabilidade, valor de mercado, dívida e índices de solvência. Os resultados são sempre significativos em termos de estatística, principalmente no nível de 5%. O significado econômico dos coeficientes indica, por exemplo, que o fato de pertencer ao grupo do Círculo de Companhias diminuiria a queda das ações em 6% em relação às outras empresas durante o período crítico de 1º de setembro a 1º de dezembro de 2008 (com base no coeficiente do Modelo 3, regressões contra o Retorno durante o Período de Manutenção<sup>13</sup>, HPR — Período Crítico).
- Além dos resultados do Gráfico 6e, também foi testada a robustez de várias outras especificações do modelo, tais como:

---

<sup>11</sup> O valor “p” está associado a um teste de estatística, oferecendo uma base conveniente para a extração de conclusões em aplicações de testes de hipóteses. Quanto menor for o valor “p”, mais o teste rejeita a hipótese nula, ou seja, a hipótese que está sendo testada. No caso analisado na tabela 6e, um valor “p” de 0,05 ou menos rejeita a hipótese nula “no nível de 5%” de que a variável explicativa é estatisticamente diferente de zero. Geralmente, um valor “p” abaixo de 10% ou 5% (para sermos mais conservadores) corrobora a opinião de que uma determinada variável explicativa (por exemplo, “filiação ao grupo do Círculo”) seja relevante para o resultado da variável dependente (por exemplo, total do rendimento das ações no “período crítico”).

<sup>12</sup> Heterocedasticidade é uma situação em que a variância da variável dependente varia entre os dados. Ela complica a análise, uma vez que as regressões OLS baseiam-se em uma premissa de variância constante.

<sup>13</sup> O Retorno durante o Período de Manutenção (HPR) é o retorno total de uma ação durante o período em que foi mantida. É calculado como a soma do fluxo de renda e dos ganhos de capital de uma determinada ação dividida pelo preço da ação no início do período.



- + Três outras janelas de tempo: terceiro trimestre de 2008, quarto trimestre de 2008 e todo o ano de 2008
- + Dados de 2006 para todas as variáveis explicativas em vez de dados do final de 2007
- + Outras definições operacionais para as variáveis explicativas, tais como: Valor da empresa dividido por EBITDA como substituto do valor relativo em vez do PVP (Preço / Valor patrimonial por ação); logaritmo natural dos ativos totais como substituto do tamanho da empresa em vez das receitas totais; e índice de liquidez corrente (ativo circulante/passivo circulante) como substituto da solvência de curto prazo em vez do coeficiente de caixa. Em todas as especificações, os resultados qualitativos se mantiveram. Finalmente, foram acrescentadas outras possíveis variáveis explicativas, tais como medidas de risco (beta e volatilidade das ações), liquidez das ações e estrutura de propriedade. Como essas variáveis não estavam disponíveis para diversas empresas, elas reduzem significativamente a amostra, prejudicando, assim, o significado estatístico de alguns coeficientes.

Os resultados qualitativos permanecem os mesmos, sem sinais de alteração nas conclusões gerais.



# Referências

## Fontes citadas neste *Guia*

AMIT, R.; VILLALONGA, B. Benefits and costs of control—enhancing mechanisms in U.S. family firms. **SSRN Working Paper**, 2006.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Board composition: balancing family Influence in S&P 500 Firms. **Administrative Sciences Quarterly**, v. 49, p. 209-237, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=590305>>.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Board Composition: Who monitors the family. **SSRN Discussion Papers**, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=369620>>.

ANDERSON, R.; REEB, D. M. Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. **Journal of Finance**, v. 58, p. 1301-1329, 2003.

BAEK, J-S; KANG, J-K; PARK, K. S. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 71, p. 265–313, 2004.

BLACK, B. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. **Emerging Markets Review**, v. 2, p. 89-108, 2001.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.

BOVESPA. **Como e por que tornar-se uma empresa aberta**. 2004.

BUSINESS ROUNDTABLE. **Corporate governance survey**. 2006.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; SUBRAHMANYAM, A. Dual-class premium, corporate governance, and mandatory bid rule: evidence from the Brazilian stock market. **Journal of Corporate Finance**, v. 13 n. 1, p. 1-24, 2007.

CENTRO DE ESTUDIOS DE MERCADO DE CAPITAL Y FINANCIERO. Peru: **Código de buen gobierno corporativo para empresas emisoras de valores**. 2001.

CITIGROUP GLOBAL MARKETS. **What investors want: how emerging market firms should respond to the global investor**. 2007.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; KLAPPER, L. F. Resolution of corporate distress: evidence from East Asia's financial crisis (junho de 1999). **World Bank Policy Research Working paper No. 2133**. 1999, revisto em 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=168530>>.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. Expropriation of minority Shareholders: evidence from East Asia. **Mimeo, World Bank Research Paper 2088**, p. 33, 1998.

COLE, B. M. **The new investor relations: expert perspectives on the state of art**. Bloomberg Press, 2003.

COSO. **Internal Control — Integrated Framework**. 1992. Disponível em: <[http://www.coso.org/publications/executive\\_summary\\_integrated\\_framework.htm](http://www.coso.org/publications/executive_summary_integrated_framework.htm)>.

COMPANIES CIRCLE OF THE LATIN AMERICA CORPORATE GOVERNANCE ROUNDTABLE. Disponível em: <[www.oecd.org/daf/companiescircle](http://www.oecd.org/daf/companiescircle)>.

CREDIT SUISSE. **Credit Suisse Index**. 2007.

DIRECTORSHIP. 2007. Disponível em: <<http://www.directorship.com/homex-joins-governancegroup>>.

EUROPEAN COMMISSION. **Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe**. Bruxelas, 2002. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf)>.

GERSICK, K. E.; DAVIS, J. A.; HAMPTON, M. M.; LANSBERG, I. **Generation to generation: life cycles of the family business**. Boston: Harvard Business School Press, 1997.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

GRANDMONT, R.; GRANT, G.; SILVA, F. Beyond the numbers—corporate governance: implications for investors. **Deutsche Bank**, 2004.

GREGORY, H. J. **International comparison of selected corporate governance guidelines and codes of best practice**. New York: Weil, Gotshal and Manges, 2007.

GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM. Disponível em: <[www.gcgf.org](http://www.gcgf.org)>.

HOLDERNESS, C. G.; SHEEHAN, D. P. The role of majority shareholders in publicly held corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 317-346, 1988.

IBGC — Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código de melhores práticas de governança corporativa**. 3 ed, 2003. Disponível em: <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)>.

IBGC — Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006.

IBGC — Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Uma década de governança corporativa**— história do IBGC, marcos e lições da experiência. São Paulo: Saraiva, 2005.

IFC - International Finance Corporation. **Case studies of good corporate governance practices: companies circle of the Latin American Corporate Governance Roundtable**. 2. ed. Washington: IFC, 2006.

IFC - International Finance Corporation. **Family business governance handbook**. 2008. Disponível em: <[http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family+Business\\_Second\\_Edition\\_English+/\\$FILE/English\\_Family\\_Business\\_Final\\_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family+Business_Second_Edition_English+/$FILE/English_Family_Business_Final_2008.pdf)>.

THE INSTITUTE OF INTERNAL AUDITORS. Disponível em: <[www.theiia.org](http://www.theiia.org)>.

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

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LEAL, R. P.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). **Inter-American Development Bank, Latin American Research Network**, 2005.

LEUZ, C.; LINS, K. V.; WARNOCK, F. E. Do foreigners invest less in poorly governed firms? **ECGI Finance working paper n. 43/2004**, 2008.

MCKINSEY. **Mckinsey global investor opinion survey on corporate governance**. 2002. Disponível em: <<http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/globalinvestoropinionsurvey2002.pdf>>.

MITTON, T. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 64, n. 2, p. 215–241, 2002.

NICOLAU, J. E. **Tag along mínimo: vale a pena ir além?** Dissertação (Mestrado em Administração). Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2007.

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Principles of Corporate Governance**. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf>>.

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Using the OECD principles of good governance: a board perspective**. 2008. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/20/60/40823806.pdf>>.

PEREZ-GONZALEZ, F. Does inherited control hurt firm performance? **Working paper Columbia University**, 2001.

POUTZIOURIS, P. Z. Views of family companies on venture capital: empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. **Family Business Review**, v. 14, n. 3, p. 277-291, 2004.

RUSSEL REYNOLDS ASSOCIATES. **Governance for good or ill**. Europe's Chairmen Report. 2006.

SILVEIRA, A. Di M. da; BARROS, L. A. Corporate governance quality and firm value in Brazil. **SSRN Working Paper**. 2007. Disponível em SSRN: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=923310](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=923310)>.

SILVEIRA, A. Di M. da; LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; BARROS, L. A. B.. Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. **SSRN Working Paper Series**. 2007. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=995764>>.

SPENCER STUART. **The changing profile of directors**: Spencer Stuart Board Index. 2006.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control, and management affect firm value. **Journal of Financial Economics**. (no prelo).

# Referências

## Fontes adicionais não citadas neste Guia

AGGARWAL, R.; LEAL, R. P.; HERNANDEZ, L. The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. **Financial Management**, V. 22, n. 1, p. 42-53, 1993.

AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, p. 377-397, 1996.

BAI, C.-E.; LIU, Q.; LU, J.; SONG, Z.; ZHANG, J. Corporate governance and market valuation in China. **Working paper n. 564**, William Davidson Institute, 2003.

BARNHART, S.; ROSENSTEIN, S. Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis. **The Financial Review**, v. 33, p. 1-16, 1998.

BECHT, M.; BOLTON, P.; ROËLL, A. Corporate governance and control. **ECGI – Finance Working Paper n. 2/2002**, 2002.

BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHMID, M.; ZIMMERMANN, H. An integrated framework of corporate governance and firm valuation - evidence from Switzerland. **ECGI Finance Working paper series n. 34/2004**, 2004.

BENNEDSEN, M.; NIELSEN, K.; PEREZ-GONZALES, F.; WOLFENZON, D. Inside the family firms: the role of families in succession decisions and performance. **SSRN Working paper**, 2006.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan Publishing, 1932.

BHAGAT, S.; BLACK, B. The non-correlation between board independence and firm long-term performance. **Journal of Corporation Law**, v. 27, n. 2, p. 231-273, 2001.

BHAGAT, S.; JEFFERIS, R. **The econometrics of corporate governance studies**. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology, 2002.

BOHREN, O.; ODEGAARD, B. A. Governance and performance revisited. **ECGI Working paper series in Finance n. 28/2003**, 2003.

BROWN, L.; CAYLOR, M. Corporate governance and firm performance. **NBER Working paper**, 2004.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. Tese (Doutorado em Administração). Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2002.

CHARKHAM, J. **Keeping good company: a study of corporate governance in five countries**. Oxford: Oxford University Press, 1994.

CHO, M. H. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 47, p. 103-121, 1998.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P.; LANG, L. H. Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

CLAESSENS, S.; KLINGEBIEL, D.; LUBRANO, M. Corporate governance reform issues in the Brazilian equity markets. **World Bank Working paper**, 2001.

CRONQVIST, H.; NILSSON, M. Agency costs of controlling minority shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, p. 695-719, 2003.

DALLAS, G. **Governance and risk**. New York: McGraw Hill, 2004.

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

DE CARVALHO, A. G.; PENNACCHI, G. G. Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firm's migration to premium listings in Brazil. **Working paper**, 2007.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, p. 209-233, 2001.

DENIS, D.; MCCONELL, J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36, 2003.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate governance and expected stock returns: evidence from germany. **ECGI Finance Working Paper n. 11/2003**, 2003.

DURNEV, A.; KIM, E. H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.

DUTRA, M. G.; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de empresas abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 2, p. 9-27, 2002.

FACCIO, M.; LANG, L. H.; YOUNG, L. Dividends and expropriation. **American Economic Review**, v. 91, p. 54-78, 2001.

GOLDMAN SACHS JBWERE. **Good corporate governance = good investment returns**. Research Report, 2006.

GORDON, E. A.; HENRY, E.; PALIA, D. Related party transactions: associations with corporate governance and firm value. **EFA Maastricht paper n. 4377**, 2004.

GUERRA, S.; FISCHMANN, A.; MACHADO FILHO, C. P. An agenda for board research. **Corporate Ownership & Control**, v. 6, n. 6, 2009.

HIMMELBERG, C.; HUBBARD, G.; LOVE, I. Investor protection, ownership and the cost of capital. **World bank Policy Research Working paper n. 2834**, 2004.

HIMMELBERG, C.; HUBBARD, G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal fo Financial Economics**, v. 53, n. 3, p. 353-384, 1999.

JENSEN, M. **A theory of the firm**: governance, residual claims, and organizational forms. Boston: Harvard University Press, 2001.

JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Tunneling. **American Economic Review**, v. 40, p. 22-27, 2000.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KRAAKMAN, R.; DAVIES, P.; HANSMAN, H.; HERTIG, G.; HOPT, K.; KANDA, H.; ROCK, E. **The anatomy of corporate law**. Oxford: Oxford University Press, 2004.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; ZAMARRIPA, G. Related lending. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 231-267, 2003.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, R. ; SHLEIFER, A. ; LOPEZ-DE-SILANES, F. ; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LEAL, R. P. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração de Empresas da USP - RAUSP**, v. 39, n. 4, p. 327-337, 2004.

LEAL, R. P.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea** , v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LOMBARDO, D.; PAGANO, M. Law and equity markets: a simple model. **Stanford Law and Economics Working paper n. 194 and University of Salerno Working Paper n. 25**, 2000.

MING, J. J.; WONG, T. J. Earnings management and tunneling through related party transactions: evidence from chinese corporate groups. **EFA Annual Conference Paper n. 549**, 2003.

MONKS, R.; MINOW, N. **Corporate Governance**. Oxford: Blackwell Publishers, 2003.

MORCK, R. K.; STANGELAND, D. A.; YEUNG, B. Inherited wealth, corporate control, and economic growth. The Canadian disease? In: R. K. MORCK, **Concentrated corporate ownership**. University of Chicago Press. p. 319-369, 2000.

NENOVA, T. Control values and changes in corporate law in Brazil. **World Bank Working paper**, 2001.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. Di M. da; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. In: XXVIII ENANPAD, 28., 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.

OMAN, C.; BLUME, D. Corporate governance: the development challenge. **eJournal USA: Perspectivas Econômicas**, 2005.

PALIA, D.; RAVID, S. A. The role of founders in large companies: entrenchment or valuable human capital? **Rutgers University Working paper**, 2002.



SAITO, R. Repurchase rules and expropriation of minority shareholders: evidence from Brazil. IN: XXV ENANPAD, 25., 2001, Campinas. **Anais...** Campinas: ANPAD, 2001.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. Di M. da The importance of tag-along rights and identity of controlling shareholders for the price spreads between dual-class shares: the Brazilian case. **SSRN Working Paper**, 2008. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1033478](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1033478)>.

SANTOS, R. L.; SILVEIRA, A. Di M. da Board interlocking in Brazil: directors' participation in multiple companies and its effect on firm value. **SSRN Working Paper**, 2007. Disponível em: <[http://devpapers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1018796&rec=1&srcabs=978189](http://devpapers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1018796&rec=1&srcabs=978189)>.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 94, p. 461-488, 1986.

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, v. 5, n. 9, p. 123-146, 1998.

SILVEIRA, A. Di M. da **Governança corporativa e estrutura de propriedade**. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006.

SILVEIRA, A. Di M. da **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2005.

SILVEIRA, A. Di M. da; BARROS, L. A. Determinants of corporate governance quality in Brazilian listed companies. In: IV Meeting of the Brazilian Finance Society, 4., 2004, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: FGV, 2004.

SILVEIRA, A. Di M. da; DIAS, A. L. Impact of the announcement of disputes between controlling and minority shareholders on share prices in Brazil. **Working Paper**, 2008.

SILVEIRA, A. Di M. da; YOSHINAGA, C. E.; BORBA, P. F. Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa. **Caderno de Pesquisas em Administração da USP**, v. 12, n. 5, p. 33-42, 2005.

SIQUEIRA, T. V. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista do BNDES**, v. 5, n. 10, p. 37-62, 1998.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. In: II EBFIN, 2., 2002, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIN, 2002.

VALADARES, S. M. **Três ensaios sobre mercado por controle no Brasil**. Tese (Doutorado em Economia) Pontifícia Universidade Católica. Rio de Janeiro, 1998.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante: Studies in Business Management**, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VIEGAS, L. Corporate governance in Brazilian non-listed companies: challenges and opportunities. **OECD International Meeting on Corporate Governance on Non-Listed Companies**. Istanbul, 2005.



# Glossário

**Acionistas controladores:** Acionistas que detêm um volume de capital com direito a voto de uma empresa suficiente para controlar a composição do conselho de administração — geralmente, 30% ou mais.

**Acionistas minoritários:** Acionistas com participação minoritária em uma empresa controlada por um acionista majoritário — participação geralmente inferior a 5%.

**Acionistas:** Detentores das ações emitidas pelas empresas.

**Ações com direito a voto:** Ações que conferem ao acionista o direito de votar sobre questões de política corporativa, inclusive nas eleições para o conselho de administração.

**Ações negociadas livremente em bolsa (*free float*):** Parcela do capital acionário que é negociada no mercado, conferindo liquidez às ações. Esses papéis não pertencem a grandes acionistas e não são ações mantidas na tesouraria da empresa.

**Ações ordinárias:** Títulos de participação que representam a propriedade de uma empresa e fornecem aos seus detentores o direito de voto e o direito a uma participação nos lucros residuais de uma empresa por intermédio de dividendos e/ou valorização do capital.

**Ações preferenciais:** Títulos de participação que representam a propriedade em uma empresa com direitos preferenciais sobre outros títulos quanto ao pagamento de dividendos e distribuição dos ativos no momento da liquidação. As ações preferenciais geralmente não têm direito a voto.

**Ações sem direito a voto:** Acionistas que detêm esta classe de ações normalmente não têm direitos a voto na AGO, exceto em alguns assuntos de grande importância. Em geral, os acionistas sem direito a voto têm direitos preferenciais para o recebimento de dividendos.

**Acordo de acionistas:** Documento escrito que rege as relações entre os acionistas e define de que modo a empresa será administrada e controlada. O acordo ajuda a alinhar os objetivos dos acionistas controladores para proteger interesses comuns.

**Aderência / conformidade (*compliance*):** Concordância e cumprimento das normas e regulamentos. De modo geral, aderência (*compliance*) significa obedecer a uma especificação ou política (interna ou externa), padrão ou lei que tenha sido definida claramente.

**ADR (*American Depositary Receipt*):** Valor mobiliário emitido por um banco norte-americano em lugar de ações de empresas estrangeiras em fideicomisso por aquele banco, facilitando, dessa forma, a negociação de ações estrangeiras nos mercados norte-americanos.

**Aquisição hostil:** Busca contínua pela aquisição de uma empresa depois que o conselho da empresa-alvo rejeita a oferta ou uma situação na qual o licitante faz uma oferta sem a prévia notificação do conselho da empresa-alvo.

**Aquisição:** A compra de uma empresa de capital aberto (alvo) por outra empresa (comprador ou licitante).

**Aquisição:** Obtenção de controle de outra empresa por compra ou troca de participação societária. Uma aquisição pode ser hostil ou amigável.

**Assembleia Geral Anual (AGO) ou Assembleia Geral de Acionistas:** Reunião de acionistas, geralmente realizada no final de cada exercício financeiro, na qual os acionistas e a diretoria executiva discutem o ano anterior e as perspectivas de futuro, os conselheiros são eleitos e são tratadas outras questões relevantes. A AGO é a melhor oportunidade para os acionistas fazerem perguntas diretamente aos membros do conselho de administração da empresa e exercer seu direito de voto e poder decisório.

**Auditores independentes:** Profissionais de uma empresa de auditoria externa encarregados de fiscalizar os relatórios financeiros. Não devem ter qualquer interesse pessoal nos demonstrativos financeiros para poder oferecer um julgamento isento sobre a posição financeira da empresa.

**Auditoria interna:** Avaliação da saúde financeira das operações da empresa feita por seus próprios funcionários, que são chamados de auditores internos.

**Auditoria:** Exame e verificação dos registros financeiros e contábeis de uma empresa e documentos de apoio preparados por um profissional e auditor externo independente.

**Bloco de controle:** Grupo combinado de ações que representa a maioria das ações com direito a voto da empresa.

**Capitalização de mercado:** Valor de mercado de uma empresa definido pelo número de ações em circulação multiplicado pelo preço de mercado da ação.

**CNBV (Comisión Nacional Bancária y de Valores):** Comissão de Valores Mobiliários do México.

**CNFV ou Conasev (Comisión Nacional de Rescate de Valores):** Comissão de Valores Mobiliários do Peru.

**Códigos de conduta/ética:** Desenvolvidos e adotados pelas organizações para definir o curso de ação adequado para assuntos relevantes e potencialmente delicados.

**Comissão de Valores Mobiliários (CVM):** Comissão de Valores Mobiliários do Brasil.

**Comitê de Auditoria:** Comitê constituído pelo conselho de administração, geralmente encarregado da supervisão dos relatórios financeiros e divulgação de informações financeiras e não financeiras para as partes interessadas. O comitê é em geral responsável pela seleção da empresa de auditoria a ser aprovada pelos acionistas do conselho de administração.

**Comitês do conselho:** Formados por membros do conselho e criados para auxiliar a análise de assuntos específicos fora das reuniões regulares do órgão.

**Conflitos de agência:** Problemas que podem surgir quando o principal (o acionista) contrata um agente (executivo) para agir em seu nome, dando a este poder de decisão.

**Conflitos de interesse(s):** Quando uma pessoa ou grupo não é independente em relação ao tópico que está em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses que talvez sejam diferentes daqueles da organização. Fonte: Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, IBGC, São Paulo, 2004. Publicado pelo IBGC — [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br).

**Conselheiro independente:** Integrante do conselho cuja ligação profissional, familiar ou financeira com a empresa, seu presidente, presidente executivo ou qualquer outro executivo se dá apenas por intermédio de sua função de conselheiro. Para obter a definição de conselheiro independente, consulte o Apêndice 4 desse *Guia*.

**Conselheiro-líder:** Conselheiro independente que deve contrabalançar o poder do presidente executivo e que assegura que as responsabilidades de fiscalização do conselho estão sendo cumpridas. O cargo é geralmente designado quando uma pessoa exerce os cargos de presidente executivo e presidente do conselho.

**Conselho de administração:** Grupo de pessoas eleitas pelos acionistas de uma empresa para definir a visão e a missão, estabelecer a estratégia e supervisionar a administração da empresa. O conselho tem a responsabilidade de selecionar o presidente executivo (CEO), definir o pacote de remuneração dos executivos e estabelecer os objetivos de longo prazo da empresa.

**Conselho de família:** Fórum organizado para que os familiares se reúnam e discutam a situação atual e futura do negócio. Os herdeiros podem participar, ou não, diretamente das operações diárias da empresa. O conselho de família é uma forma de criar a unidade e a coesão dos parentes por meio de uma visão compartilhada dos princípios orientadores e para separar a diretoria executiva profissional da empresa das questões pessoais da família.

**Conselho fiscal:** Entidade corporativa definida pelas regulamentações brasileiras. O conselho tem a responsabilidade de analisar, revisar e aprovar os demonstrativos financeiros da empresa e é composto por membros eleitos pela AGO. As regulamentações em outros países da América Latina exigem a criação de entidades semelhantes como parte do sistema de governança corporativa.

**Constituição familiar:** Diretrizes acerca dos direitos e deveres dos familiares que compartilharão os recursos, principalmente aqueles associados às empresas que receberam investimento.

**Custo de capital de terceiros:** Custo dos recursos financeiros tomados de empréstimo às atuais taxas de mercado.

**Custo de capital:** Taxa de rendimento esperada que o mercado exige para atrair recursos para um determinado investimento.

**Custo do capital próprio:** Taxa mínima de rendimento que uma empresa deve oferecer aos seus acionistas como compensação por um atraso no retorno sobre o investimento e por assumir o risco.

**Custo médio ponderado de capital (WACC):** Medida do rendimento de um investimento potencial. A medida inclui o custo do capital de terceiros e o custo do capital próprio ponderado de acordo com sua contribuição relativa para os custos em proporção ao financiamento total e o custo dos juros relacionados ou pagamento de dividendos.

**Custos de agência:** Custos incorridos por uma organização por causa de problemas relacionados à divergência de objetivos entre diretoria executiva e os acionistas. Os custos originam-se em duas fontes principais: custos inerentemente associados ao uso de agentes (ex.: o risco de os agentes utilizarem recursos da organização em seu próprio benefício) e custos de técnicas utilizadas para atenuar os problemas relacionados ao uso de agentes (ex.: os custos de produzir demonstrativos financeiros ou o uso opções de compra de ações para alinhar os interesses dos executivos com os dos acionistas).

**Direitos de acionistas:** Direitos oriundos da propriedade de ações. Existem dois tipos: direitos de voto e direitos de fluxo de caixa.

**Direitos a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia (*tag-along*):** Se a maioria dos acionistas vender sua participação, os minoritários têm o direito de participar da venda e vender sua participação nos mesmos termos e condições que os acionistas majoritários. Este direito protege os acionistas minoritários e é um aspecto-padrão dos acordos de acionistas.

**Direitos de voto:** Direito de votar nas assembleias ordinárias acerca de questões de importância para a empresa.

**Direitos sobre o fluxo de caixa:** Direito de receber uma parcela específica dos lucros da empresa. Os direitos sobre o fluxo de caixa para os acionistas são determinados pela empresa, com base no volume investido e a propriedade da classe específica de ações.

**Dividendos / Preço de mercado de ação (*dividend yield*):** Razão entre os dividendos anualizados e o preço da ação. Os preços de mercado das ações são amplamente utilizados para medir o rendimento de uma ação.

**Divulgação de informação:** Disseminação pública de material, informação capaz de afetar o mercado de acordo com os requisitos de uma autoridade reguladora ou de acordo com contratos de autorregulação. É um dos mais importantes princípios de governança corporativa.

**Empresa familiar:** Empresas e projetos nos quais os acionistas controladores pertencem à mesma família ou grupo de famílias.

**Empresas controladas:** Empresas nas quais uma entidade individual ou jurídica detém a maioria dos direitos de voto.

**Equidade:** Respeito pelos direitos de todas as partes interessadas. Um dos princípios de governança corporativa.

**Escritório da família:** Grupo de serviços financeiros destinados às famílias com um conjunto de ativos muito grandes e complexos. O escritório protege os interesses dos familiares, baseando-se na independência absoluta por meio de gestão eficiente e ampla coordenação dos componentes do patrimônio individual. O escritório familiar pode ser uma ferramenta para implementar planos mais abrangentes de sucessão, liderança e governança corporativa.

**Estatuto:** Documento oficial registrado junto ao órgão do governo pertinente no país onde a empresa é incorporada. O estatuto traça o objetivo da empresa, os poderes nos termos da lei, as classes de títulos autorizadas a serem emitidas e os direitos e deveres dos acionistas e membros do conselho.

**Estatuto:** Documento escrito que expressa as regras de governança corporativa internas de uma empresa adotadas por seu conselho de administração ou acionistas. Incluem tópicos como eleição dos membros do conselho, deveres dos executivos e como devem ser conduzidas as transferências de ações.

**Estrutura de propriedade:** A forma como as ações da empresa são distribuídas entre os acionistas.

**EVA (Valor Econômico Adicionado):** Medida financeira que calcula o verdadeiro lucro econômico após as correções contábeis para deduzir o custo do capital acionário. A medida chega ao valor criado, acima do rendimento necessário, para os acionistas da empresa.

**Gestão Baseada em Valor:** VBM (*Value Based Management*) é a abordagem de gestão que assegura que as empresas sejam geridas de acordo com o valor (geralmente: maximizando o valor para os acionistas). Os três elementos da VBM são: criação de valor — de que modo a empresa pode aumentar ou gerar o máximo valor futuro, semelhante a uma estratégia; administração para o valor — governança corporativa, gestão da mudança, cultura organizacional, comunicação e liderança; medida do valor — valorização.

**Gestão do risco:** Processo de analisar a exposição de uma empresa ao risco e de determinar as abordagens ideais para administrar essa exposição.

**Índice de pagamento de dividendos (dividendo por ação / lucro por ação):** uma medida dos dividendos pagos pela empresa tomando por base seu lucro líquido.

**Índice de endividamento (dívidas de curto + longo prazos / total de ativos):** Medida da alavancagem financeira da empresa no longo prazo.

**Índice de liquidez corrente (ativo circulante / passivo circulante):** Medida de solvência da empresa em curto prazo — a capacidade de pagar o passivo no curto prazo.

**Índice de liquidez:** Criado pelos mercados de ações para oferecer uma indicação ampla do percentual do volume negociado de uma determinada ação em comparação com o volume total negociado de todas as ações no período.

**Índice de solvência (Ebit / Despesas com Juros):** Medida da capacidade de uma empresa de pagar as despesas com juros em um determinado período.

**Índice P/L — Preço / Lucro por ação:** Medida de valorização relativa de uma empresa determinada pelo preço atual das ações dividido pelo ganho projetado por ação.

**Índice S&P 500:** Índice das 500 maiores empresas dos Estados Unidos, responsáveis por 85% do valor em dólares de todas as ações listadas na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE). O índice fornece uma medida geral do desempenho geral do mercado de ações dos Estados Unidos.

**Lei Sarbanes-Oxley:** Legislação dos Estados Unidos que estabeleceu regras mais rigorosas para os relatórios financeiros, lançou um conselho federal de supervisão contábil e responsabilidade criminal para os executivos que comprovadamente tiverem falsificado as contas.

**Lucro econômico (lucro residual):** Lucro obtido após as deduções do custo de todo o capital investido. O lucro econômico é igual ao lucro operacional após a dedução de imposto de renda menos o custo do capital investido.

**Margem EBITDA — EBITDA / receita operacional:** Medida de rentabilidade indicando a margem de rendimento dos lucros antes da dedução de juros, impostos, desvalorização e amortização (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*).

**Múltiplos de ações:** Coeficiente destinado a medir as solicitações dos acionistas no que se refere a ganhos (fluxo de caixa por ação) e patrimônio (valor patrimonial por ação) de uma empresa.

**Níveis 1 e 2 — Segmentos especiais de listagem de governança corporativa da BM&FBOVESPA:** Segmentos de listagem de ações destinados à emissão de papéis por empresas que adotam voluntariamente práticas de governança corporativa e requisitos de transparência, além das exigências da legislação brasileira e da CVM.

**Novo Mercado:** Segmento brasileiro de listagem destinado às ações emitidas por empresas que adotam voluntariamente práticas de governança corporativa e requisitos de transparência além das exigências da legislação brasileira e da CVM. Para que uma empresa seja listada no Novo Mercado, seu capital social deve ser representado somente por ações nominais, com direito a voto.

**Opção de ações:** Acordo - ou privilégio — que transfere o direito de comprar ou vender um título ou propriedade por um preço específico em uma data determinada. As opções de compra de ações mais comuns são os resgates — o direito de comprar uma quantidade especificada de uma ação ao preço de exercício predeterminado no momento ou antes do prazo final — e opções de venda — o direito de vender uma quantidade especificada de uma ação ao preço de exercício predeterminado no momento ou antes do prazo final.

**Padrões contábeis (ver também Princípios Contábeis Geralmente Aceitos, GAAP):** Conjunto de regras, convenções, padrões e procedimentos amplamente aceitos para o relato de informações financeiras, conforme estabelecido pelos organismos de normalização contábil.

**Parte interessada:** Pessoa ou organização que tem interesse legítimo em um projeto ou uma empresa. Em um sentido mais geral, refere-se a fornecedores, credores, clientes, empregados e a comunidade local — todos aqueles que são afetados pelas ações da empresa.

**Partes relacionadas:** Uma subsidiária, um parceiro em uma *joint venture*, um familiar ou uma empresa de propriedade ou afiliada a algum dos indivíduos relacionados.

**Pílula de veneno:** Dispositivo destinado a evitar uma aquisição hostil mediante a elevação do custo da aquisição, geralmente por meio da emissão de novas ações preferenciais que contêm dispositivos de resgate rigorosos.

**Política de negociação de ações:** Termos e condições que especificam as condições em que pessoas com acesso a informações privilegiadas (*insiders*), geralmente membros do conselho e diretores executivos de uma empresa, podem negociar as ações da empresa.

**Presidente do conselho de administração:** membro mais elevado em um conselho de administração. O presidente é responsável pela elaboração da agenda do conselho e por garantir que os negócios sejam conduzidos no interesse de todos os acionistas.

**Presidente executivo (CEO):** O executivo com o nível mais elevado da empresa que se reporta ao conselho de administração. O presidente executivo, ou principal executivo, tem a tarefa de tomar decisões de curto prazo, enquanto o conselho de administração estabelece os objetivos de longo prazo.

**Prestação de contas:** A obrigação de um conselho de administração de prestar contas aos acionistas e partes interessadas sobre o desempenho corporativo e ações da empresa. É o conceito de ser responsável por todas as ações realizadas pela diretoria executiva da empresa e por relatar essas informações às partes interessadas.

**Princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP):** Regras, convenções e padrões de contabilidade para empresas dos Estados Unidos criadas pela *Financial Accounting Standards Board* — FASB (Diretoria de Normas de Contabilidade Financeira).



**Princípios de Governança Corporativa da OCDE:** os Princípios de Governança Corporativa definidos pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômicos.

**Procuração:** Documento por meio do qual o acionista pode enviar seus votos em iniciativas corporativas propostas sem comparecer fisicamente à assembleia geral.

**Propriedade concentrada:** Forma de propriedade na qual um único acionista (ou um pequeno grupo de acionistas, unidos por um contrato) detém a maioria das ações com direito a voto de uma empresa.

**Propriedade dispersa:** Estrutura de propriedade na qual não há um bloco de controle de acionistas — as ações são pulverizadas e detidas por muitos acionistas, cada um dos quais possui apenas um pequeno percentual das ações e nenhum deles pode tomar decisões sobre questões corporativas sozinho.

**Propriedade pulverizada (totalmente dispersa):** Estrutura de propriedade na qual não existem acionistas controladores. Empresas com capital totalmente disperso são chamadas de corporações.

**Q de Tobin:** Substituto para o valor de mercado de uma empresa, geralmente, utilizado na literatura acadêmica. É calculado como o valor de mercado dos ativos de uma empresa dividido pelo valor de substituição dos ativos. O indicador recebeu este nome em homenagem a James Tobin, economista da Universidade de Yale, detentor de um prêmio Nobel, que o criou.

**Regimento do conselho:** Documento que descreve detalhadamente papéis, responsabilidades e funcionamento do conselho de administração e seus comitês.

**Relações com investidores:** Departamento de comunicações corporativas da empresa, especializado na gestão das informações e na divulgação de dados de empresas públicas e privadas quando se comunicam com a comunidade de investidores como um todo.

**Relatório anual:** Documento emitido anualmente pelas empresas e enviado aos seus acionistas e partes interessadas. Contém informações sobre os resultados financeiros e o desempenho geral durante o exercício financeiro anterior e comentários sobre as perspectivas de futuro.

**ROE - Retorno sobre o patrimônio (lucro líquido / patrimônio líquido):** Do inglês, *Return on Equity*: Rendimento líquido / valor patrimonial do patrimônio dá uma medida de rentabilidade, indicando o percentual de retorno do capital investido pelos acionistas.

**SEC (Securities Exchange Commission):** Órgão do governo dos Estados Unidos com autorização para regulamentar os mercados financeiros norte-americanos a fim de proteger os investidores. Todas as empresas listadas nas bolsas de valores dos Estados Unidos devem cumprir as regras e regulamentos da SEC.

**Sessão executiva:** Parte da reunião do conselho de administração que exclui o presidente executivo ou qualquer outro executivo.

**Superintendência Financiera de Colombia (Superfinanciera):** Comissão de Valores Mobiliários da Colômbia.

**Teoria da agência:** Estrutura teórica utilizada para descrever a relação de poder e interesses entre o principal (o acionista) que contrata uma segunda pessoa, um executivo (o agente) para agir em seu nome.

**Transparência:** Princípio de governança corporativa relativo à publicação e divulgação de informações relevantes para as partes interessadas.

**Valor patrimonial da ação:** Medida de valorização relativa de uma empresa determinada pelo preço atual das ações dividido pelo valor patrimonial de suas ações.

**VBM — Value Based Management:** Veja o verbete Gestão Baseada em Valor

**Volume diário de ações negociadas:** Volume de uma determinada ação negociada no mercado financeiro todos os dias.

**Voto cumulativo:** Sistema de votação que confere mais poder aos acionistas minoritários, permitindo-lhes dar todos os seus votos no conselho de administração a um único candidato, em oposição à votação regular ou estatutária, na qual os acionistas devem votar em um candidato diferente para cada vaga disponível ou distribuir seus votos entre um determinado número de candidatos.

# Índice remissivo

## A

Acionistas, direitos de (veja Direitos de acionistas)

Acionistas controladores 18, 21–28, 39–53, 67–78, 90, 99–101, 106–109, 129–130, 145–164, 169–173, 201, 205, 261

Acionistas minoritários 15, 18, 21–24, 31, 39, 43, 54, 67, 101–102, 106–108, 117, 128–133, 168–170, 188, 201, 205, 261

Ações com direito a voto (ordinárias) 15, 28, 43, 67, 106, 107, 167, 170, 261

Ações negociadas livremente em bolsa (free float) 22–23, 67, 131, 248, 261

Ações sem direito a voto (preferenciais) 15, 53, 107, 108, 170, 184, 188, 261

Acordo de acionistas 21–22, 32, 145, 261

Agência, teoria da (veja Teoria da Agência)

Ambiente de controle 57, 61, 65–66, 94, 109–114, 205

Argos 14, 47, 56, 66–67, 78, 80, 87, 164–165, 241, 247

Assembleia familiar 138, 141

Assembleia de acionistas 160

Assembleia Geral Ordinária — AGO 74, 99

Atlas 32, 58–59, 80, 112–113, 119, 180, 197, 239, 241

Auditor externo 81, 109–110, 165, 262

Auditores independentes 68, 78, 81, 112, 139, 262

Auditoria interna 81, 110–114, 133, 139, 205, 262

Avaliação do conselho de administração 71–88

## B

Blocos de controle (veja Acionistas controladores)

BM&FBOVESPA 15–16, 19, 21, 22, 23, 28, 42, 43, 46, 54, 55, 68, 76, 77, 102, 104, 106, 107, 108, 120, 134, 149, 151, 156, 159, 162, 170, 173, 207, 242, 266

Buenaventura 13–14, 25, 29, 41–42, 46, 74–78, 80, 89, 94, 114, 116–117, 135, 143, 241, 247

## C

Capitalização de mercado (número de ações em circulação x preço das ações) 15, 129, 168, 186, 187, 195, 239, 247, 262

Carteira do Círculo de Companhias 190–193, 243

CCR 18, 22–23, 31, 54, 80, 86, 88, 109, 157, 167–169, 241, 247

CEO (veja Presidente executivo)

Classificação de crédito (ratings) 20, 121

Códigos de conduta / ética 40, 47, 55–56, 61, 65–70, 73, 109, 119, 151, 205, 214, 262

Comitês do conselho de administração 78–82, 95, 221, 262

Compliance (veja Padrões de conformidade)

Composição do conselho de administração 73–75

Comunicação das mudanças 164–169

CONASEV — Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores 59, 173, 208, 262, 269

Confederação de primos 136, 138

Conflito de interesses 75, 92, 109

Conselheiro independente 67, 75, 78, 163, 237, 241–242, 263

Conselheiro-líder 93–94, 263

Conselheiro de administração 67–94, 215, 264

Conselho de administração 57, 61, 65–95, 205, 214, 237, 241, 263, 266

Conselho de família 136–141, 233, 263

Conselho fiscal 80–86, 158–160, 162, 263

Conselho fiscal turbinado 81–82

Constituição familiar 140, 263

Controladores (veja Acionistas controladores)

Controles internos 21, 32, 46, 53, 58, 68, 79–81, 110–111, 114–116, 133, 160, 171, 199, 205, 224, 248

Copresidente do conselho de administração 27, 41, 55, 201

CPFL 11, 16–17, 21–22, 32, 40, 43, 46, 67, 73, 77–80, 83, 90–91, 98, 158–162, 171–172, 241, 247

Crise financeira 71, 179–180, 185–186, 190, 193, 196–198, 247–249

Custo de capital 13, 20, 179–182, 184–186, 240, 263

CVM — Comissão de Valores Mobiliários 15, 73, 262, 266

## D

Desempenho da ação 15–16, 41, 108, 129, 196–199, 241, 243, 248–250

Direitos de acionistas 15, 18, 33, 53, 57, 61, 65, 67, 99–108, 128, 168, 173

Direito de usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores no caso de venda do controle da empresa (tag along) 25, 67, 103, 105–108, 170, 171, 201, 233, 264

Divulgação de informação 15, 53, 65–66, 68, 80, 105, 114–123, 171, 173, 199, 201, 205, 228, 241, 248, 262, 268

## E

Embraer 11, 28, 80, 103–104, 163, 241–242, 247

Empresa familiar 13, 24–26, 29, 127–152, 264

Equidade 18, 44, 117–118, 128, 141, 264

Escândalos corporativos 71, 171

Escritório familiar 137–139, 264

Estrutura de capital 17, 18, 19, 28, 163

Estrutura de propriedade 21, 38, 100, 103, 119, 131, 134, 181, 241, 248, 251, 264, 267

EVA (Valor Econômico Adicionado) 31, 98, 184–185, 225, 240, 265

## F

Ferreiros 11, 25–26, 40, 44–45, 54, 59–60, 68–69, 77, 80, 86, 87, 96, 1011, 113, 135–136, 165, 172–173, 241, 247

Free float (veja Ações negociadas livremente em bolsa)

Função do presidente executivo (veja Papel do presidente executivo)

## G

GAAP (veja Princípios contábeis geralmente aceitos)

Gestão Baseada em Valor (VBM) 91, 98–99, 265, 268

Gestão de desempenho 97–99

## H

Homex 11, 28, 80, 116, 121–122, 130–131, 172, 200, 241–242, 247

## I

IBGC — Instituto Brasileiro de Governança Corporativa 28, 73, 81, 134, 169, 262

IFC — Corporação Financeira Internacional IV, 3–4, 56, 57, 75, 85, 137–138, 205, 237, 254

IFC Family Business Governance Handbook (veja Manual de Governança Corporativa de Empresas Familiares da IFC)

Indicadores de mercado 187, 195, 240

Indicadores do mercado de ações 186

Indicadores operacionais 182

Índice P/L (Preço/Lucro por ação) 15, 186–187, 195, 265

Índice de Pagamento de Dividendos (dividendo por ação/lucro por ação) 182–184, 193, 265

Índice de Endividamento (dívidas de curto + longo prazo/total de ativos) 182–184, 194, 196, 199, 248, 265

Índice de Liquidez Corrente (ativo circulante/passivo circulante) 182, 183, 186, 187, 188, 194–196, 248, 251, 265

Índice de Solvência (EBIT / despesas com juros) 182, 183, 194, 196, 265

Instituições de governança familiar 134, 137–152

ISA 11, 18, 79, 104, 161, 241, 247

## M

Manual de Governança Corporativa de Empresas Familiares da IFC 137, 138, 140, 142, 254

Marcopolo 11, 67, 80, 92, 95, 98, 102, 134, 143, 156, 241, 247

Matriz de Progressão de Governança Corporativa da IFC 7, 85, 205

Membro do conselho de administração (veja Conselheiro de administração)

Mesa Redonda de Governança Corporativa da América Latina IV, VIII, XI, 3, 56, 106, 209

Minoritários (veja Acionistas minoritários)

## N

Natura 11, 27–30, 37, 42, 69–70, 80, 120, 134, 157–158, 242, 247

NET 11, 19, 21, 40, 46, 52, 80, 81–82, 86, 107, 121, 134, 166, 169, 173–174, 241, 247

Níveis 1 e 2 — segmentos especiais de listagem de Governança

Corporativa da BM&FBOVESPA 16, 23, 46, 173, 266

Novo Mercado 15, 16, 22, 42, 43, 46, 68, 77, 102, 104, 109, 120, 167, 266

NYSE (Bolsa de Valores de Nova York) 21, 56, 66, 117, 241, 265

**O**

OCDE — Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico IV, 3–4, 44, 56, 59, 61, 71–72, 75, 84, 105, 115, 209, 211, 267

**P**

Padrões de conformidade (compliance) 20–21, 46, 57–59, 67, 68, 74, 109, 111, 114, 161, 205, 215, 237, 261

Papel do presidente executivo 92–93

Partes Interessadas (stakeholders) 13, 21, 37–40, 41, 46, 53, 59, 62, 66, 70, 92, 109, 117–119, 140, 157, 165, 175, 262, 264, 266, 267, 268

Planejamento de sucessão 26, 95–97, 212

Preço da ação 17, 23, 106, 108, 115, 116, 168, 181, 186, 188, 197, 198, 199, 241

Presidente executivo (CEO) 88–97, 112, 116, 163–164, 213, 263, 266, 267

Presidente do conselho de administração 87, 90, 92–95, 98, 105, 143, 145, 150, 158–159, 163–164, 214, 263, 266

Prestação de contas 31, 33, 45, 51, 60, 68, 72, 81, 105, 114, 118, 128, 147, 266

Princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP) 55, 68, 166, 266

Princípios de Governança Corporativa da OCDE 61, 71, 72, 84, 115, 267

Propriedade concentrada 93, 267

Propriedade dispersa 75, 100, 102–103, 267

PVP (Preço / Valor patrimonial por ação) 6, 186, 187, 195, 196, 248, 249, 250, 251

**R**

Relacionamento entre presidente do conselho e presidente executivo 92–95

Relações com investidores (RI) 117–122

Relatório anual 27, 68, 99, 101, 118, 205, 215, 267

Remuneração 29–32, 39, 42, 48, 72, 77, 79–82, 88–95, 97–98, 110–112, 121, 142, 149, 160, 205, 218, 237, 263

Retorno das ações 181, 190–193, 242–250

Reunião de família 138

ROE — Retorno sobre patrimônio 31, 182–183, 248, 267

**S**

Sarbanes–Oxley 21, 68, 80, 114, 158, 199, 248, 265

SEC — Securities Exchange Commission 21, 68, 80, 114, 158, 199, 248, 265

Sistemas de monitoramento 97–99

Sociedade entre irmãos 136, 138, 140

Stakeholders (veja Partes interessadas)

Sustentabilidade 26–28, 55, 65, 80, 89, 103, 130, 145, 147, 150, 196, 242

Suzano 11, 23–24, 26, 40–41, 47, 54–55, 70, 80, 107, 127, 145, 146–152, 163, 170, 172, 180, 197, 200–201, 239, 242, 247

**T**

Tag-along (veja Direito de usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores no caso de venda do controle da empresa)

Teoria de agência 38, 267

Transparência 114–123

**U**

Ultrapar 25–26, 30, 48, 80, 93, 98, 106–107, 134, 145, 170–171, 241, 247

**V**

VBM — Value Based Management (veja Gestão baseada em valor)

Volume diário de ações negociadas 186, 268





## Círculo de Companhias da Mesa Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa<sup>1</sup>

[www.oecd.org/daf/companiescircle](http://www.oecd.org/daf/companiescircle)

Atlas Eléctrica <a href="http://www.atlas.co.cr">www.atlas.co.cr</a>	Homex <a href="http://www.homex.com.mx">www.homex.com.mx</a>
Buenaventura <a href="http://www.buenaventura.com">www.buenaventura.com</a>	ISA <a href="http://www.isa.com.co">www.isa.com.co</a>
Cementos Argos <a href="http://www.argos.com.co">www.argos.com.co</a>	Marcopolo <a href="http://www.marcopolo.com.br">www.marcopolo.com.br</a>
CCR <a href="http://www.ccrnet.com.br">www.ccrnet.com.br</a>	Natura <a href="http://www.natura.net">www.natura.net</a>
CPFL Energia <a href="http://www.cpfl.com.br">www.cpfl.com.br</a>	NET <a href="http://www.netservicos.com.br">www.netservicos.com.br</a>
Embraer <a href="http://www.embraer.com">www.embraer.com</a>	Suzano Papel e Celulose <a href="http://www.suzano.com.br">www.suzano.com.br</a>
Ferreyros <a href="http://www.ferreyros.com.pe">www.ferreyros.com.pe</a>	Ultrapar <a href="http://www.ultra.com.br">www.ultra.com.br</a>

Book design: whitespace (graphic) design + build **whitespacedc.com**

Typesetting: BMWW Baltimore, Md. 21244 **bmww.com**

<sup>1</sup> O Círculo de Companhias foi formado por catorze empresas que demonstraram sua liderança ao adotar boas práticas de governança corporativa em cinco países latino-americanos. São elas: Atlas, da Costa Rica; Argos e ISA, da Colômbia; Homex, do México; Buenaventura e Ferreyros, do Peru; e CCR, CPFL Energia, Embraer, Marcopolo, Natura, NET, Suzano e Ultrapar, do Brasil. Desde a sua aquisição pela empresa mexicana Mabe em 2008, a Atlas não é mais integrante do Círculo de Companhias. As práticas mencionadas neste *Guia* referem-se a antes dessa aquisição. A Buenaventura deixou o Círculo de Empresas depois de importante contribuição a esta iniciativa. Atualmente, o Círculo de Companhias é formado por doze membros.

O *Círculo de Companhias da América Latina* é um grupo de elite formado por empresas que demonstraram liderança ao incentivar a adoção de melhorias de governança corporativa na região. Este *Guia Prático de Governança Corporativa — Experiências do Círculo de Companhias da América Latina* demonstra os benefícios da boa governança e a trajetória percorrida por essas empresas no contexto latino-americano. Além de oferecer orientação passo-a-passo sobre os diferentes aspectos da implementação de melhorias de governança, também apresenta dados empíricos sobre como as companhias se beneficiaram com a adoção das melhores práticas de GC. Ao evidenciar que os benefícios da boa governança podem ser obtidos em ciclos de desenvolvimento econômico, assim como durante a recente crise financeira, este livro não poderia ser mais oportuno. Em um momento em que é crescente a competição por financiamento e pela conquista da atenção dos investidores, este *Guia* é uma lembrança útil para reforçar que a governança é de vital importância para o crescimento sustentável e a geração de valor para todas as partes interessadas (*stakeholders*).

*“Eu pretendo convencer a todos que este é o futuro da governança corporativa. A IFC, a OCDE e o Fórum Global de Governança Corporativa deveriam adotar este Guia Prático como modelo de implementação de governança corporativa em todo o mundo.”*

**Ira Millstein, Sócio Sênior, Weil, Gotshal & Manges e Diretor Associado Sênior,  
Millstein Center for Corporate Governance and Performance**

*“Nós sempre consideramos a prática de governança corporativa um elemento constitutivo das melhores empresas e resultados — hoje nossa convicção é reiterada pelas evidências expostas neste Guia Prático.”*

**André Covre, Presidente do Círculo de Companhias e Diretor Financeiro da Ultrapar (Brasil)**

*“A governança corporativa tem benefícios mais tangíveis do que os investidores imaginam e efetivamente cria valor para as empresas de capital aberto. As evidências estão na última edição do Guia Prático de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Companhias Latino-Americanas, divulgado nesta semana em Nova York.”*

**Jornal Valor Econômico, 11/9/2009**