

HELENICE DARIO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA**

CURITIBA  
2003

HELENICE DARIO

## **GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Monografia apresentada ao Departamento de Contabilidade do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito para obtenção do título de Especialista no Curso de Pós-Graduação em Gestão de Negócios de 2002.

Orientador: Prof. Ernildo José Lanzarini

CURITIBA  
2003

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>2. GOVERNANÇA CORPORATIVA .....</b>	<b>3</b>
2.1. MODELOS DE GOVERNANÇA .....	4
2.2. HISTÓRICO .....	7
2.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO EXTERIOR .....	8
2.4. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL .....	11
2.5. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC	13
2.6. CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	15
2.7. A BOA GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	36
2.8. QUANTO VALE A BOA GESTÃO? .....	40
2.9. TRATAMENTO CONVENCIONAL DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS.....	42
2.10. IMPACTO DOS SISTEMAS DE GOVERNANÇA SOBRE CORPORAÇÕES E ECONOMIAS NACIONAIS .....	43
2.11. DESEMPENHO COMPETITIVO .....	45
2.12. GOVERNANÇA CORPORATIVA X CONSULTORIA .....	45
2.13. REFERÊNCIA AO CASO BRASILEIRO .....	46
2.14. CONFLITOS ENVOLVENDO O ACIONISTA CONTROLADOR.....	49
<b>3. O NOVO MERCADO .....</b>	<b>53</b>
3.1. CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO .....	59
3.2. A ARBITRAGEM NO BRASIL.....	61
<b>4. CONCLUSÃO .....</b>	<b>63</b>
<b>5. REFERÊNCIAS.....</b>	<b>66</b>

## RESUMO

**DARIO, Helenice. GOVERNANÇA CORPORATIVA.** Essa monografia tem como objetivo pesquisar a importância da Governança Corporativa nas empresas.

A **Governança Corporativa** visa aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento, por meio de um conjunto de mecanismos no qual se inclui o **Conselho de Administração**. O tema possui importância crescente, por ser bem difundida a hipótese de que a **estrutura de governança** afeta o **valor da empresa**. A questão é descobrir se existe uma estrutura de **Governança Corporativa** "melhor" ou "ideal". Vários **códigos de governança** foram elaborados com este intuito. No Brasil, destacam-se os códigos do Instituto Brasileiro de **Governança Corporativa** (IBGC) e da **Comissão de Valores Mobiliários** (CVM).

As regras para a boa **Governança Corporativa** atraíram a atenção de todo o mercado financeiro, a níveis mundiais, porque veio priorizar a transparência da gestão empresarial em relação à rentabilidade como objetivo a ser alcançado e a redução de riscos maiores para os investidores a fim de lhes garantir um bom retorno em suas aplicações.

A partir da adoção dessas **normas de boa gestão** o objetivo das empresas será procurar esforços empresariais no sentido de aumentar o retorno aos seus acionistas, visando ainda atender ao conjunto das empresas, seus fornecedores, clientes e a sociedade da qual faz parte.

Esse conjunto de interesses diversos está representado normalmente no **Conselho de Administração** e sua ação será regida por um código de boas práticas, passando a gestão a ser compartilhada, transparente e eficaz, criando sinergia entre todos e para todos.

O movimento de **Governança Corporativa** ganhou força durante os últimos dez anos em resposta a abusos de poder, fraudes e erros estratégicos, todos envolvendo valores significativos. Os abusos de poder mais frequentes são os de acionista controlador sobre minoritários, diretoria sobre acionista e administradores sobre terceiros. O movimento de **Governança Corporativa** inicialmente foi mais forte nos Estados Unidos e na Inglaterra, países que têm mercados de capitais avançados. No Brasil, uma parte significativa das companhias abertas já se empenha em oferecer aos seus investidores melhorias nas práticas de governança e de transparência. No entanto, essas mudanças têm sido adotadas com pouca visibilidade por parte das empresas, visto serem resultado de esforços individuais.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Conselho de Administração, Estrutura de Governança, Valor da Empresa, Códigos de Governança, Comissão de Valores Mobiliários, Normas de Boa Gestão.

## 1. INTRODUÇÃO

Muito se tem discutido sobre Governança Corporativa hoje no Brasil e no mundo. Para uns os conceitos são inovadores e vêm de encontro à cultura das empresas brasileiras que têm como base, ainda em grande quantidade, a administração familiar, existindo ainda o nepotismo; a má administração do lucro; os conflitos entre parentes; a informalidade, etc. Para outros, está vindo à tona a velha rivalidade entre acionistas minoritários e controladores; e há ainda quem ache que seja a Governança Corporativa o guia de como nomear bons conselhos. Seja como for, a Governança Corporativa é a busca pela melhor estrutura organizacional a ser definida para que a empresa se torne o mais eficiente possível. Ela procura por uma corporação altamente capacitada para as funções que irá desempenhar, onde todos têm, incondicionalmente, o comprometimento de atingir as metas a serem alcançadas pela empresa, incluindo ainda, de forma consciente, justa e consistente, e sem nenhum tipo de discriminação, todos os parceiros que agreguem valor ao seu negócio que seja antes, durante e/ou depois de seu processo produtivo.

A Globalização e a alta competitividade foram os pilares dessa nova transformação que têm ocorrido e ainda está se aperfeiçoando no sistema de administração empresarial. As organizações buscam cada vez mais a credibilidade social além da maximização do retorno dos acionistas. Códigos de Conduta foram elaborados para auxiliá-las nesse sentido. Além disso, algumas inovações ocorridas na estrutura do mercado financeiro brasileiro tem contribuído para que os conceitos de Governança Corporativa sejam profundamente discutidos e avaliados; entre outras podemos citar: a Nova Lei das S.A.; o Novo Mercado; a equiparação de acionistas; a prestação de contas; a transparência de informações etc. Tópicos estes que serão desenvolvidos no corpo do trabalho. Os assuntos não foram esgotados e há ainda muito que se aprender com a Governança Corporativa. Procuramos aqui dirimir nossas dúvidas sobre o assunto e aprofundarmos um pouco nossos conhecimentos naquilo que venha a ser a Governança Corporativa.

Esperamos poder fazer jus aos esforços incansáveis daqueles que nos dedicaram tanto carinho e atenção através de horas de extensas aulas, objetivando nos transmitir aquilo que é o bem mais precioso que o homem pode conquistar, o conhecimento.

## 2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

É a adesão voluntária de uma companhia a um conjunto de regras societárias mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas em um Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

Atualmente, a Governança Corporativa é um tema dos mais importantes no mercado financeiro. Uma empresa com boas práticas de Governança Corporativa consegue se financiar a um menor custo, tendo a liquidez e valorização de suas ações influenciadas positivamente.

A Governança Corporativa vem a ser a forma que os controladores instituem mecanismos de monitoramento e controle em relação aos administradores e fazem com que estes hajam de acordo com os interesses dos *stakeholders* (colaboradores, clientes, fornecedores, dentre outros com interesse na empresa) que direta ou indiretamente, também possuem interesse no desempenho da organização.

Na economia, a Governança Corporativa surgiu em função do chamado *Agency* (Teoria das Organizações), que trata de conflitos de interesses entre quem tem a propriedade (acionistas) e quem administra a organização; onde os acionistas buscam medidas que agreguem valor à empresa e os executivos buscam decisões para manter a longevidade da organização e/ou aumento do próprio poder, nascendo daí a necessidade de equilibrar as forças entre estes, além de buscar a transparência das operações e exigir uma postura responsável do Conselho de Administração, do executivo principal, da diretoria e dos auditores independentes.

## 2.1. MODELOS DE GOVERNANÇA

Os sistemas básicos de Governança Corporativa encontrados pelo mundo são os que têm como base a proteção legal, como dos Estados Unidos e Reino Unido, os baseados em grandes investidores e nos bancos da Europa Continental, como na Alemanha e Japão, e os sistemas baseados na propriedade familiar como ocorre em outros países do mundo. Neste ponto, é importante saber que todos os sistemas podem ser funcionais desde que cumpram os critérios de eficiência apropriados ao sistema e a cultura local. O problema existe onde não se possui um sistema de governança estruturado de acordo com as particularidades do país.

Através de pesquisas realizadas por Rubach e Seborá (1998), constatou-se que nos Estados Unidos a governança enfatiza a transparência de informações devido à necessidade dos investidores de monitorar o desempenho das empresas, tornando o mercado mais eficiente. É um mercado bastante sofisticado onde há separação entre controle e propriedade (os acionistas não possuem nem uma influência na tomada de decisões). Segundo os pesquisadores, há tendência de mudanças, como a redução das restrições sobre a influência dos acionistas, aumento das relações de longo prazo (atualmente as relações são mais imediatistas), e reconhecimento de demais *stakeholders*.

A Governança Corporativa do Japão e Alemanha é baseada nas relações entre proprietários e administradores de forma a obter benefícios em longo prazo para ambos, uma característica que tende a reduzir os problemas de agência. Também, a grande influência dos bancos promove maior eficiência no sistema financeiro e reduz os custos de capital, aspectos que resultam em vantagens competitivas.

Na Alemanha os bancos desempenham o papel principal e tem como particularidade a participação dos colaboradores no Conselho de Administração.

Mesmo com estas características nenhum dos sistemas japonês ou alemão consegue prover de fato um mecanismo que reduza os custos de agência. Eles consideram o sistema lento para tomada de decisões e mudanças nos negócios.

A liberação e a internacionalização do Japão tem provocado grande movimento de busca por maior transparência na abertura de mercado. A Alemanha também caminha em direção da maior transparência de seu sistema.

Dado um sistema de Governança Corporativa, a avaliação da eficiência pode ser feita a partir de dois critérios gerais. O primeiro considera eficiente o país que possui instituições legais eficientes de proteção aos investidores, assegurando um fluxo constante de investimentos externos às corporações, permitindo a expansão destas. O segundo critério considera a capacidade da governança em contestar o controle de indivíduos ineficientes, eventualmente retirando-lhes esse controle e transferindo-o para indivíduos melhores capacitados a agregar valor aos acionistas.

Existem vários mecanismos para atender estes dois critérios, destacando-se três. O mecanismo clássico onde o aparato jurídico garante a proteção aos acionistas e aos credores da organização. No Brasil a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) desempenha um papel fundamental na garantia do aperfeiçoamento destes mecanismos, cuja base legal encontra-se na Lei das S.A. e Lei de Falência, que regulam a relação entre os acionistas, credores e as empresas.

O segundo mecanismo fundamental são os conselhos de administração. Estes criam a eficiência na administração do patrimônio, além de estabelecer a estratégia da empresa e orientar os negócios nesta direção.

Finalmente, o terceiro mecanismo trata das aquisições ao estilo *takeover* (atividade de aquisição), onde os executivos ineficientes, que avaliam mal as suas ações, abrem espaço para propostas de aquisições hostis de investidores externos que, ao obterem sucesso neste movimento, substituem o comando da empresa por um outro supostamente mais eficiente.

O Brasil possui um mercado muito concentrado, onde o maior acionista possui, em média, 41% do capital social, enquanto que os cinco maiores acionistas possuem 61%. Esta concentração ocorre por meio de ações com direito a voto; cerca de 62% das empresas apresentam um único acionista que possui mais de 50% destes papéis. Estes grandes investidores são descritos por Valadares e Leal (2000), como *holdings* em maior proporção, com cerca de 53% do capital votante, indivíduos (15%), e estrangeiros (8%), considerados apenas

em empresas privadas. Grandes investidores e grandes credores obtêm maior poder de pressão e de negociação frente aos demais sócios da empresa e aos seus gestores. Os problemas deste sistema são o risco gerado ao minoritário, e os limites impostos ao financiamento externo e ao grau de contestabilidade da gestão, acarretando menor eficiência.

A atual Lei das Sociedades Anônimas e a própria instabilidade da economia brasileira corroboram para que uma parcela do empresariado detenha uma visão imediatista do mercado acionário, não vendo o acionista minoritário como um parceiro de longo prazo; adotando assim, práticas nem sempre éticas no modo de fazer prevalecer os próprios interesses (abusos de poder). Esta presença de grandes investidores talvez represente a principal barreira para o desenvolvimento da governança brasileira, devido ao grande ativismo destes, acrescido da atividade passiva dos demais.

Hoje, é possível a aquisição de ações pelo grupo controlador, a preços abaixo do seu potencial de valores através de uma oferta simples, a exemplo do que ocorre com Odebrecht, Manah, White Martins e Bombril. Isso devido a um momento de baixo preço das ações no mercado e da baixa liquidez, ocasionado a coação do acionista minoritário a vender sua posição, pois a manutenção do papel poderia resultar numa liquidez ainda menor e na sua desvalorização. No futuro espera-se que este quadro mude, inclusive a Lei das S.A. está em processo de reformulação buscando eliminar tal procedimento.

Um outro grave problema que permanece sem solução é a lentidão dos processos judiciais, resultando em altos custos para aqueles que buscam justiça, ou seja, um prejuízo ainda maior. Este quadro é um dos fatores que tornam difícil o financiamento de longo prazo, pois há dificuldades dos credores em reaver seu investimento na ocasião da falência de uma organização.

Outro aspecto importante é que este mercado impossibilita mecanismos como o *takeover* de empresas, pois geralmente as mudanças de controle só são realizadas quando a empresa muda de proprietários.

Ainda neste contexto, temos como primeiro sinal de mudança, as privatizações, pois criaram a primeira experiência de controle compartilhado no

Brasil, além de pressionar para que haja mudanças na nossa legislação de forma a atender nossa nova realidade.

## 2.2. HISTÓRICO

Apesar de até então não ser conhecida com este nome, a Governança Corporativa existe há 50 anos. Porém foi nos anos 90 que ela passou a ganhar maturidade.

- Década de 1950 a 1960 - Presença forte do acionista Controlador Familiar. Conselheiros são “enfeites na árvore de natal” da empresa. Conselhos são usados como Lobby. A procura de “Medalhões” torna os conselheiros sem atuação. Conselheiros não estão a par de negócios do acionista gestor.
- Década de 1970 – Surgem grandes conselhos brasileiros: Alpargatas, Monteiro Aranha, Docas, Mappin. Sinais iniciais de independência do Conselho. *Empowerment* (maiores poderes). Surgiu no Brasil em 1976 a Lei 6.404, das S.A., fixando competências do Conselho de Administração.
- Década de 1980 – Mercado voltado ao controle corporativo. Abertura de Capital, fundos de pensão, fundos de investimento, participação de bancos. Valorização do acionista (*Shareholder Enhancement*). Fundos tipos *Calpers* e *Fidelity*. No Brasil, mercado de capitais muito pequeno.
- Década de 1990 – Poderes maiores para os Conselhos (*Board Empowerment*). Grandes escândalos envolvendo pareceres de auditorias externas nos Bancos ajudam a esclarecer o papel dos auditores: Ex. Nacional, Econômico, Bamerindus, Noroeste, Bandeirantes. Privatizações, globalização, fusões e aquisições.
- 1992 - 1993 – Nasce a Governança Corporativa. Troca de famosos presidentes por pressão do Conselho: General Motors, American Express, IBM, Kodak, Sears, Time Warner, Compaq.
- 1992 – *The Cadbury Report* (1º Código de Melhores Práticas de Governança,

surgido na Inglaterra).

- 1994 – General Motors: Corporate Governance Guidelines.
- 1996 - The NACD Report. ( National Association of Corporate Directors)
- 1997 – The Hempel Report. 25% dos Investimentos fora dos Estados Unidos são realizados por 25 fundos de pensão e de investimentos. Nova Lei das S. A., nº 9.457, mantém as atribuições do Conselho e aumenta o poder da CVM para fiscalizar.
- 2001 – Em 9 de abril de 2001, foi lançada a edição revista e ampliada do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Além de ter o seu conteúdo expandido, essa segunda versão é fruto de uma revisão cuidadosa, dirigida a fazer do Código um modelo indicativo dos caminhos que podem conduzir as empresas a melhorar seu desempenho e facilitar seu acesso aos investimentos. Sem descuidar dos assuntos afeitos ao Conselho de Administração, a segunda edição do Código aborda temas como a propriedade, gestão, auditoria independente, conselho fiscal, ética e conflitos de interesse.

### 2.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO EXTERIOR

O movimento de Governança Corporativa ganhou força durante os últimos dez anos em resposta a abusos de poder, fraudes e erros estratégicos, todos envolvendo valores significativos. Os abusos de poder mais freqüentes são os de acionista controlador sobre minoritários, diretoria sobre acionista e administradores sobre terceiros. As fraudes são o uso de informação privilegiada em benefício próprio, o furto ou o desvio de fundos. Os erros estratégicos vêm de muito poder concentrado em uma só pessoa, normalmente o executivo principal, que escolhe um caminho errado e demora em corrigi-lo.

O movimento de Governança Corporativa inicialmente foi mais forte nos Estados Unidos e na Inglaterra, países que têm mercados de capitais avançados.

O foco desse movimento recai sobre órgãos já existentes, como as Comissões de Valores Mobiliários, os Conselhos de Administração e as Auditorias Independentes. Como, normalmente, o elo mais fraco dessa cadeia é o Conselho de Administração, os esforços são direcionados para essa área.

Os investidores institucionais dos países de economia avançada como os Estados Unidos querem investir cada vez mais fora de seu mercado doméstico, devido à saturação dos mercados de capital nesses países. Mas os países emergentes que desejam atrair esses investimentos, concorrendo com outras nações, precisam adotar práticas para seduzir e proteger os investidores. A crise que afetou nos últimos dois anos a Rússia, os tigres asiáticos e o Brasil tornaram ainda mais aguda essa necessidade. Apesar dos excessos cometidos pelos fundos de *hedge* e pelos bancos de investimentos, países necessitados de capital precisam aceitar as normas de transparência contábil, proibição administrativa, prestação de contas, reformas econômicas e bancárias para atrair de novo os capitais que fugiram.

O aparecimento da Governança Corporativa na Inglaterra está relacionada ao Relatório de Cadbury, editado em 1992, por uma comissão criada em 1991 e liderada por Sir Adrian Cadbury, composta por representantes do Banco da Inglaterra, Bolsa de Valores de Londres, Conselho de Contadores Certificados e Conselho de Relatórios Financeiros. Este relatório inspirou-se na prática do mercado de capitais norte-americano, o mais avançado do mundo, onde existem grandes blocos de ações detidos por Fundos de Pensão e Fundos de Investimento. O Código descreve um sumário curto e abrangente, que exija apenas duas ou três páginas quando impresso. No entanto, ele tocou diretamente nos principais pontos de preocupação dos acionistas, da diretoria corporativa e, naturalmente, dos membros dos conselhos. Em 1998 foi realizada a ampliação do Relatório de Cadbury, que passou a chamar-se Relatório Hampel, sendo designado por Sir Ronald Hampel, presidente do conselho da ICI (Imperial Chemical Industries), que deu nome ao relatório.

Na Itália o surgimento do tema está ligado à batalha da compra da Telecom Itália pela Olivetti e ao Comitê Draghi. O comitê dirigido por Mario Draghi, nomeado pelo Tesouro Italiano, propôs a privatização e modernização da

Bolsa de Milão, balanços transparentes e de acordo com a lei, relatórios financeiros semestrais, divulgação da remuneração dos conselheiros e investigação mais rigorosa sobre *Insider Trading* (informação privilegiada). Também as cascatas de *holdings* para disfarçar os controles começam a ser desfeitas. A oferta hostil de US\$ 48,5 bilhões feita pela pequena Olivetti para comprar a gigante Telecom Itália quebrou um tabu nacional, venceu poderosos lobbies e mudou a atitude do governo e da opinião pública. A Itália começou a mudar com o modelo anglo-saxão de Governança depois deste evento significativo. O capitalismo de família tem seus dias contados.

Na França, o grande passo foi à publicação do Relatório Vienot, em 1995, sobre a direção Marck Vienot, ex-presidente do conselho da Société Générale e presidente da comissão designada pela Federação das Indústrias – CNPF. O relatório recomenda transparência pública para a remuneração dos diretores e conselheiros, a limitação de que um conselheiro pode exercer o cargo em até cinco conselhos, a maximização do ganho dos acionistas, a criação dos comitês – especialmente os de auditoria e remuneração – e a eleição dos conselheiros independentes. A França levou quatro anos para aceitar as recomendações de Vienot, porém hoje, das 40 empresas do índice CAC 40, listadas na Bolsa de Paris, 87% seguem as recomendações, comparadas a 37% em 1997. Quanto aos conselheiros independentes, até o ano de 2000, 30% dos assentos são ocupados por eles.

Já a Alemanha, um país com prosperidade resultante de seu próprio sistema cultural, sempre viu com cautela o modelo anglo-americano. As grandes empresas alemãs até 1997 cultivavam o sigilo, a não transparência, e a desconfiança. A transparência tornou-se marcante com a bolsa de Frankfurt, com empresas listadas no estilo norte americano da NASDAQ. Agora grandes empresas como a Schering, Metro, Allianz, Deutsche Bank e Hoechst foram listadas na bolsa de Nova York e abriram as portas às Melhores Práticas de Governança Corporativa do mundo anglo-americano.

Em 1999, o incidente da BMW mostrou fraqueza quando os representantes dos empregados sentados no Conselho Supervisor vetaram o nome do Diretor Presidente Wolfgang Reitzle, que tinha apoio dos acionistas. O presidente teve de

renunciar. Em outros aspectos a Alemanha caminha rapidamente para a adoção das práticas anglo-americanas.

A introdução da Governança Corporativa nas altas esferas de negócios foi dada pelo envolvimento de alguns dos maiores líderes mundiais da iniciativa privada. Em 1998, 20 chefes de grandes empresas internacionais de 16 países reuniram-se em Londres para formar o Conselho Consultivo Global de Governança Corporativa sob a iniciativa da firma de Consultoria Eggon Zehnder International, tendo a assessoria do célebre advogado Ira Millstein, de Nova York, um dos iniciadores e guru do movimento.

Já na primeira reunião foram identificados quatro princípios de Governança:

- a) o Conselho precisa ser responsável para com os acionistas;
- b) o Conselho precisa ser independente dos gestores;
- c) os papéis de Presidente do Conselho e da Diretoria Executiva, não podem ser exercidos pela mesma pessoa;
- d) as empresas precisam preencher certos padrões internacionais para se qualificarem a serem listados em uma bolsa de Valores, e
- e) em seguida a esta reunião a Comunidade Européia através de seu organismo, a OECD – Organization for Economic Co-Operation and Development – publicou documento sobre Governança Corporativa.

## 2.4. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

As empresas brasileiras, como outras de muitos outros países, estão encontrando dificuldades em adaptar seus processos produtivos ao quadro de globalização. Isso devido às empresas de pequeno e médio porte, muitas vezes até administradas somente por amigos e familiares, se verem diante de desafios competitivos com multinacionais de países desenvolvidos, que já possuem

conceitos bem mais aprimorados, não só no conceito tecnológico como também no administrativo, como gigantes americanas e japonesas.

Diante de um cenário repleto de transformações na estrutura empresarial advinda de processos de privatização, abertura da economia, novos padrões de consumo e produção, dentre tantos outros que abriram as portas da economia brasileira para as empresas estrangeiras, forçando as empresas nacionais a se tornarem mais competitivas, surgiu a necessidade de equilibrar os interesses das empresas entre acionistas majoritários, minoritários e executivos, face aos danos que conflitos de interesses podem causar às organizações, incluindo atos ilícitos; afinal, a natureza da propriedade e a identidade dos controladores têm efeitos diretos sobre a performance das empresas, uma vez que os posicionamentos estratégicos são dependentes dos alinhamentos de interesses entre as partes contratantes. Este é o principal papel de um conjunto que abrange o Conselho de Administração, acionistas/quotistas, o executivo principal, auditoria independente e o conselho fiscal.

O conceito foi introduzido então no Brasil em função da necessidade de competição, ou conseqüente extinção da empresa, sendo um de seus principais introdutores o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), primeiro órgão criado no Brasil com foco específico em Governança Corporativa.

O tema se tornou ainda mais relevante depois que o Conselho Monetário Nacional aprovou a Resolução nº 2.829, que estabeleceu sucessivos níveis de boa Governança Corporativa para empresas listadas na BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo, no que se refere à aplicação das reservas dos fundos de pensão.

A implantação dos novos sistemas, baseados em um Código de Melhoria, devem otimizar os resultados nas empresas brasileiras que, fornecendo maior satisfação e orgulho para as partes interessadas na empresa deverá acarretar em maior eficiência, confiabilidade e precisão em suas metas. As que não adotarem os sistemas tenderão a se extinguirem, uma vez que as empresas multinacionais oferecerão melhores condições aos colaboradores, pois já possuem o sistema implantando há algum tempo, e quando se instalarem, ou as que já estão instaladas (no caso de, por exemplo, antigas estatais, que agora estão nas mãos

de investidores estrangeiros), irão atrair os melhores e mais capacitados colaboradores para suas determinações, gerando um melhor produto final que a concorrente.

## 2.5. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC

O IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa é o único órgão criado com a meta principal de contribuir para otimizar o conceito de Governança Corporativa nas empresas do país. Ao abraçar esta missão, o Instituto visa cooperar com o aprimoramento do padrão de governo das empresas nacionais, para seu sucesso e perpetuação. A boa Governança Corporativa assegura aos sócios equidade, transparência, *accountability* (prestação de contas) e responsabilidade pelos resultados.

O instituto foi fundado em 1995, e tendo em vista seu caráter educador, até o final de 2001 já havia formado mais de 500 alunos em seus cursos de capacitação. Dentre suas iniciativas e esforços neste campo, destacam-se a elaboração e revisão do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

A primeira denominação adotada foi Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração - IBCA, com foco no Conselho de Administração. No entanto, com a ampliação de suas preocupações, para abranger também a propriedade, a Diretoria, o Conselho Fiscal e a Auditoria Independente, no início de 1999 a entidade passou a denominar-se Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC.

O Instituto é considerado nacional e internacionalmente como um dos principais responsáveis pela introdução do conceito de Governança Corporativa no país, pelo reconhecimento e disseminação da importância das boas práticas e pelo crescente interesse das empresas brasileiras em se fortalecer através da adoção das mesmas.

O IBGC tem como objetivos:

a) ser, no Brasil, um importante centro de debates sobre assuntos relativos a Governança Corporativa;

b) formar profissionais qualificados para atuação em conselhos de administração, fiscal, consultivo e outros;

c) estimular a capacitação profissional de acionistas, sócios quotistas, diretores, administradores, auditores, membros de conselhos de administração, fiscal, consultivo e outros, de forma que os mesmos aprimorem as práticas de Governança Corporativa de suas empresas;

d) treinar e orientar as atividades de conselhos de administração, fiscal, consultivo e outros de empresas e instituições que pretendam implantar sistemas de excelência em Governança Corporativa;

e) divulgar e debater idéias e conceitos de Governança Corporativa, acompanhando e participando, com independência, de instituições que tenham propósitos afins, em âmbito nacional e internacional;

f) promover pesquisas sobre a Governança Corporativa, e

g) contribuir para que as empresas adotem transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade como diretrizes fundamentais ao seu sucesso e continuidade.

Apesar de ser uma entidade sem fins lucrativos, o IBGC procura organizar sua estrutura de forma semelhante à de uma empresa. Desta forma, seu Conselho de Administração desenvolve a estratégia do Instituto, sendo responsável, por exemplo, pela escolha e supervisão de seus administradores e pela nomeação dos Auditores Independentes, cuja aprovação se dá em Assembléia. A Assembléia Geral é o local de manifestação livre de seus "proprietários" - os associados que votam as matérias que lhes são submetidas, elegem os membros do Conselho de Administração e do Comitê de Indicação, cujos mandatos são anuais.

Desde sua fundação, o IBGC, através de seu corpo diretivo e de seus associados, acompanha de perto e de maneira independente diversas entidades estrangeiras afins, mantendo-se dessa forma atualizado e integrado com o que ocorre nos demais países. Algumas das entidades a que está ligado são:

a) nos Estados Unidos, a National Association of Corporate Directors, a Harvard Business School, a Wharton School, o Family Firm Institute e o Global Corporate Governance Research Center;

b) na Inglaterra, o Institute of Directors e o International Corporate Governance Network;

c) na Suécia, a StyrelseAkademien;

d) na Espanha, o Instituto de Estudios Superiores de la Empresa, e

e) na Suíça, o Family Business Network.

Por iniciativa do Instituto, foi apresentada a candidatura do Brasil para sediar, em 2004, a Conferência Anual do International Corporate Governance Network – ICGN. Caso o Brasil seja escolhido como sede, o evento será realizado na cidade do Rio de Janeiro e terá o IBGC como co-anfitrião, juntamente com a Comissão de Valores Mobiliários - CVM e a Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa. As conferências anuais do ICGN são de grande importância e costumam reunir os representantes dos principais fundos de investimentos do mundo que, juntos, movimentam ativos de US\$ 10 trilhões.

O IBGC também mantém ligações com o Banco Mundial e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE, com os quais organizou a primeira edição da "The Latin American Corporate Governance Roundtable", realizada em São Paulo, em Abril de 2000.

## 2.6. CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Para o desenvolvimento deste Código, o IBGC buscou informações nas principais organizações de caráter governamental, de mercado, de associações de classe, de associações profissionais além de indivíduos de reconhecida competência na matéria, bem como entidades internacionais que já possuem o conceito avançado e aprimorado. Embora as pesquisas tenham contribuído para

a sua elaboração, toda informação foi composta unicamente pelo IBGC, sem participação de outras entidades.

O objetivo central do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa é indicar caminhos para todos os tipos de empresas - sociedades por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou sociedades civis, visando melhorar seu desempenho tanto no aspecto funcional como no financeiro e facilitar o acesso ao capital. O código pode incluir temas já cobertos pela legislação ou sujeitos a novas leis ou regulamentos, mas sua aplicação será voluntária. O Código é composto por quatro linhas mestras:

a) Transparência - o Código exige que o executivo principal (CEO) e a diretoria satisfaçam as diferentes necessidades de informação dos proprietários, do Conselho de Administração, da auditoria independente, do conselho fiscal, das partes interessadas (stakeholders) e do público em geral;

b) Prestação de contas (*accountability*);

c) Agentes da Governança Corporativa - Conselho de Administração, Executivo principal (CEO) e Diretoria, Auditoria independente e Conselho fiscal. Eles devem prestar contas de suas atividades a quem os elegeu ou escolheu, e

d) Equidade.

O relacionamento entre os agentes da Governança Corporativa e as diferentes classes de proprietários deve ser caracterizado pelo tratamento justo e equânime.

O Código aborda seis tópicos principais: propriedade, controle, gestão, auditoria, fiscalização e ética.

a) Propriedade

Esse princípio deve valer para todos os tipos de sociedades; as empresas que contemplam a abertura do capital devem pensar exclusivamente em ações ordinárias, de forma que cada ação da empresa corresponda a um direito de voto. Os acordos societários devem abster-se de especificar indicações de diretores. Isso deve ser de responsabilidade do executivo principal (CEO) e aprovado pelo Conselho de Administração. O registro de proprietários deve estar disponível para todos eles, com exclusividade.

- Tipologia de Controle Societário - Professores do Instituto de Economia Internacional e Administração da Copenhagen Business Scholl, Thomsen e Pedersen (1995) apresentam uma análise da propriedade corporativa:

**Tabela 1**  
**Categorias de Propriedade**

<b>Tipo</b>	<b>Concentração da Propriedade</b>
<b><u>Propriedade Dispersa</u></b> : Quando nenhuma entidade ou pessoa possui mais do que 20 % das ações com direito a voto.	<b>Baixa</b>
<b><u>Propriedade Minoritária Dominante</u></b> : quando apenas um proprietário, seja ele uma pessoa, uma família ou uma companhia, detém entre 20% e 50% das ações com direito a voto.	<b>Média</b>
<b><u>Propriedade Familiar</u></b> : quando uma pessoa ou família detém a maioria (ou seja, mais que 50%) das ações com direito a voto. Também se incluem nessa categoria as fundações, que refletem o desejo pessoal do fundador de transferir para a família algum grau de controle.	<b>Alta</b>
<b><u>Propriedade Governamental</u></b> : quando o governo (local ou nacional) possui a maioria das ações com direito a voto.	<b>Alta</b>
<b><u>Propriedade Estrangeira</u></b> : quando uma multinacional estrangeira detém a maioria das ações com direito a voto.	<b>Alta</b>
<b><u>Cooperativas</u></b> : quando a companhia está registrada como uma cooperativa ou, em alguns casos, a maioria das ações com direito a voto pertence a um grupo de cooperativas.	<b>Baixa</b>

A estrutura de propriedade é um dos principais determinantes da Governança Corporativa. Existem algumas razões para tal, a saber:

- a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma e na implementação de mecanismos de monitoramento dos administradores;

- o fato de os administradores deterem ações irá afetar os incentivos que estes possuem para maximizar o valor para os acionistas, ao invés de desenvolverem objetivos próprios;

- a identidade dos proprietários é um indicativo de suas prioridades, como, por exemplo, as empresas estatais que seguem, em boa medida, diretrizes políticas;

- segundo a teoria de finanças, os acionistas/proprietários que possuem portfólio diversificados não serão contrários a uma postura de maior risco por parte da firma, ao passo que proprietários com uma parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco.

O comportamento dos agentes é afetado pelo direito de propriedade, causando efeitos em termos de utilização e alocação de recursos. A principal função desses direitos é ajudar os agentes econômicos a manter suas expectativas, bem como formular suas estratégias enquanto se negocia com os outros.

As estruturas de governança, ou seja, o aparato organizacional sob o qual as transações são conduzidas (gerenciadas), somente são definidas quando se têm claros os atributos das transações. Nesse sentido, identificar a estrutura de propriedade é um primeiro passo necessário para visualizar movimentos de natureza estratégica.

A propriedade possui três dimensões principais, a saber:

- a identidade do maior proprietário;
- a concentração da propriedade ou a parcela possuída pelo maior proprietário;
- a forma legal da empresa.

Tabela 2

## Concentração da Propriedade na Alemanha, Japão e Estados Unidos

Porcentagem do Capital Votante controlado pelo <u>maior</u> acionista	Alemanha (1994)	Japão (1995)	Estados Unidos (1994)
$0 < x < 10$	3,2	61,1	66,0
$10 < x < 25$	6,9	21,3	17,4
$25 < x < 50$	16,7	12,9	13,0
$50 < x < 75$	31,9	4,7	2,1
$75 < x < 100$	41,3	-	1,5

Para a Alemanha, para o Japão e para os Estados Unidos, a concentração da propriedade, tomando-se como referência a participação do maior acionista, e mostra que, enquanto na Alemanha 41,3% das 500 maiores empresas de capital aberto e fechado possuem acionistas com mais de 75% do total do capital votante, nos EUA essa relação alcança apenas 1,5%, sendo nula no Japão. Por outro lado, nos EUA e no Japão cerca de 60% das maiores empresas não possuem acionistas com participação acima de 10% do capital votante. Na Alemanha a concentração da propriedade é significativa, haja vista que cerca de 75% das maiores empresas possuem acionistas com participação acima de 50% do capital votante. Embora no Japão a concentração da propriedade também seja elevada, há maior peso de agentes intermediadores, em especial bancos e seguradoras.

A estrutura de propriedade apresenta variação entre os países em consequência de vários fatores, como regime político, sistema legal, estrutura do mercado de capitais, experiência histórica de industrialização, condições geográficas e cultura. Como resultado desse processo histórico-institucional, são instituídas diferentes estruturas de governança. Sob o ponto de vista econômico,

a questão é avaliar o impacto das diferentes estruturas de propriedade em relação ao desempenho econômico.

Naturalmente, há evidências não só no fato de as grandes empresas apresentarem padrões de controle diferenciados por país, mas também por tamanho e inserção setorial (indústria). Em termos de tipo de controle, há para cada indústria, variações de país para país, de tal modo que não se pode generalizar os resultados que apresentam maior incidência.

Em relação ao tamanho e à estrutura de propriedade, nota-se que quando uma empresa cresce, diminui a probabilidade de o controle acionário permanecer familiar, seja porque os administradores são financeiramente incapazes de suportar o risco da propriedade, seja porque os proprietários não possuem o conhecimento e/ou a habilidade requeridos para administrar a empresa. Como resultado, há separação entre propriedade e controle administrativo.

As principais diferenças entre os países, quanto aos seus sistemas de governança corporativa, não dizem respeito ao modo como os sistemas financeiros canalizam fundos para as corporações, mas sim à forma como a propriedade e o controle estão organizados na economia. Isto constitui a base para a classificação de sistemas de controle corporativo interno e sistemas de controle corporativo externo.

Os sistemas de controle externo caracterizam-se pelas seguintes propriedades: um grande número de empresas listadas em bolsa de valores; mercados de capitais líquidos, nos quais o direito de propriedade e controle são freqüentemente negociados; pouca propriedade cruzada de ações entre as corporações. Já os sistemas de controle interno apresentam um número relativamente pequeno de empresas listadas em bolsa; mercados de capital com pouca liquidez e onde controle e propriedade não são comumente negociados e sistemas complexos de propriedade cruzada de ações entre as corporações. Os sistemas externos vigoram nos Estados Unidos e no Reino Unido, enquanto os sistemas de controle interno predominam na Europa Continental e no Japão. Os sistemas externos têm uma forma hierárquica de controle que vai dos investidores individuais diretamente ou indiretamente via instituições para as empresas. Nos

sistemas internos, o controle é exercido por meio de um sistema de propriedade interligado dentro do setor corporativo não-financeiro.

A indagação natural, neste ponto, refere-se à origem de sistemas tão distintos de Governança Corporativa. As diferenças entre os sistemas nacionais de Governança Corporativa são fundamentalmente resultado dos diferentes ambientes legais e regulatórios, os quais afetam o grau em que é possível manter a posse concentrada das obrigações financeiras (tanto *equity* – participação acionária - quanto débito) de uma firma.

Comparando os sistemas regulatório e legal destes quatro países, Há dois tipos de diferenças básicas que influenciam os sistemas nacionais de governança. A primeira refere-se ao rigor das restrições legais e regulatórias a uma postura de investidor ativo por parte dos grandes acionistas. Estas restrições estão incorporadas nas leis das companhias e leis de falência, na regulação dos portfólio das instituições financeiras, nos sistemas tributários, nas leis referentes a *insider trading*, nas leis regulamentando a divulgação de informações pelas empresas e nas leis antitruste. A segunda diferença está relacionada ao grau em que as firmas são desencorajadas a acessar fontes de financiamento externo não bancárias por leis que inibem o desenvolvimento dos mercados domésticos de *securities* corporativas e restringem também o acesso às fontes de financiamento estrangeiras.

As diferentes estruturas de propriedades afetam fundamentalmente três dimensões importantes de um sistema de Governança Corporativa: os incentivos utilizados para alinhar o comportamento dos executivos com os interesses dos acionistas; os mecanismos para disciplinar e reestruturar as empresas com fraco desempenho e as estruturas de financiamento e investimento e os padrões de relacionamento, comprometimento e confiança.

No que se refere aos mecanismos disciplinares, os sistemas de controle externo apresentam alguns problemas específicos. A diluição da propriedade dificulta ações individuais dos acionistas (o chamado problema do *free rider*).

Existem mecanismos utilizados nestes sistemas para reduzir estes problemas. Os mais conhecidos são o monitoramento e controle da gerência por diretores independentes não-executivos apontados pelos acionistas; esquemas

de incentivos para os executivos que vinculam sua remuneração a resultados desejáveis para os proprietários, e o mercado de controle corporativo – as aquisições. Este último mecanismo é o que aparece com maior destaque, até pela repercussão que grandes aquisições hostis provocam na imprensa. Em tese, a possibilidade de uma aquisição hostil colocaria certos limites às ações dos executivos, evitando comportamentos muito desviantes dos interesses dos acionistas. Além disso, esse mecanismo aumentaria a eficiência alocativa dos recursos na economia na medida em que puniria as empresas mal gerenciadas.

Contrariamente a essas expectativas, os estudos empíricos oferecem pouca evidência de que as mudanças de controle nas aquisições são uma resposta ao mau desempenho dos executivos. O mercado de controle corporativo reflete muito mais as estratégias corporativas em conflito do que um mecanismo para corrigir um mau desempenho do passado. De fato, ofertas hostis de aquisição podem ocorrer na ausência de qualquer evidência de mau desempenho no passado. Há uma maior evidência, porém, relativa à associação entre um fraco desempenho corporativo e a intervenção institucional direta nos sistemas de controle externo.

Os relacionamentos mais próximos entre os investidores no modelo de controle interno encorajariam um monitoramento mais ativo, estes relacionamentos mais próximos no Japão reduzem os custos de agência e permitem que os investidores monitorem a gerência de modo mais eficaz do que nos Estados Unidos.

Casos como o da Metallgesellschaft na Alemanha, onde a supervisão dos grandes acionistas mostrou-se completamente ineficaz, e os péssimos investimentos imobiliários feitos por corporações japonesas nos Estados Unidos alimentam críticas de que relações muito próximas entre investidores e corporações podem obstaculizar um monitoramento mais ativo.

Alguns fatos estilizados interessantes permitem contextualizar a relação entre os sistemas de governança e as estruturas de financiamento das empresas nos países da OECD. Lucros retidos são a principal fonte de financiamento em todos os países da OECD. Dentre as fontes de financiamento externo, o financiamento bancário é o item mais importante. *Bonds* e novas *equities*

contribuem muito pouco ao financiamento das empresas nestes países. O que mais surpreende é que o lançamento de *equities* novas respondeu por uma diminuta fração do financiamento das corporações nos Estados Unidos e no Reino Unido, apesar do sofisticado mercado de *equities* destes países. Existem sinais de que este padrão está mudando. Há alguns dados do Reino Unido que demonstram uma maior dependência das corporações em relação aos mercados de capitais no final dos anos 80 e no começo dos 90.

Isto não quer dizer, porém, que não existam diferenças importantes nos padrões de financiamento entre países. O financiamento bancário é muito mais importante, por exemplo, em países como a França e o Japão, do que na Inglaterra e, surpreendentemente Alemanha. O financiamento por meio de *bonds* só é significativo na América do Norte.

a.(1) Assembléia Geral - A assembléia-geral é o órgão soberano da empresa como já está citado no art. 121 da Lei das S.A., Lei no 6.404, de 15/12/1976:

"... tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento".

Tendo como principais competências:

Reformar o estatuto social.

Eleger ou destituir, a qualquer tempo, conselheiros de administração e conselheiros fiscais.

Tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações contábeis.

Deliberar sobre transformação, fusão, incorporação, cisão, dissolução e liquidação da companhia.

Os proprietários devem sempre ter oportunidade de pedir informações ao Conselho de Administração, aos auditores independentes ou ao conselho fiscal. As perguntas devem ser feitas por escrito e dirigidas ao presidente do Conselho de Administração.

As regras de votação devem ser bem definidas e estar disponíveis para todos os proprietários. Devem ser feitas com o propósito de facilitar a votação,

inclusive por procuração ou outros canais. Os custodiantes devem votar de acordo com os desejos expressos ou subentendidos dos proprietários.

Tendo em vista que a maioria das empresas brasileiras tem um controlador ou um grupo controlador, a compra do controle ou o fechamento do capital são, na atualidade, dois dos problemas mais críticos da Governança Corporativa no Brasil.

A transferência do controle deve ser feita a preço transparente.

As vendas das participações dos minoritários e/ou preferencialistas devem ser feitas nas bases previstas no estatuto, que deve ter as condições de venda bem definidas.

Um controlador ou grupo de controle que queira obter 100% do capital e proceder ao fechamento do capital da empresa deve informar os demais acionistas de suas intenções.

Para companhias fechadas ou limitadas devem também valer, sempre que possível, os mesmos princípios. O controlador não deve valer-se de sua posição de único comprador para deprimir o preço de aquisição.

O preço deve corresponder ao valor econômico.

O Conselho de Administração e a diretoria não devem criar compromissos com o intuito específico de dificultar a alienação de controle.

O uso de informação privilegiada (*insider information*) para negociar ações ou quotas deve ser proibido a qualquer pessoa e vigiado pelos conselheiros de administração.

O estatuto deve prever que as divergências entre proprietários sejam resolvidas por meio de arbitragem, evitando assim o recurso à esfera judicial.

A empresa familiar deve estabelecer um foro especial para resolver assuntos de âmbito familiar e evitar que esses assuntos interfiram na governança da empresa.

#### b) Controle

O controle pode exercido pelo conselho de administração e pelos comitês.

b.(1) Conselho de Administração - em como missão, proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento dos proprietários, agregando valor ao empreendimento.

Os conselheiros deverão atuar baseados em informações completas, bem fundamentadas, e de boa fé, agir com critério, tomando as devidas precauções, e no melhor interesse da empresa e dos acionistas, deve tratar todos os acionistas com justiça, ainda que suas decisões possam afetar de maneira diferente os diversos grupos acionários e garantir o cumprimento da legislação pertinente e levar em conta os interesses dos acionistas.

O conselho deve preencher certas funções principais, a saber:

- Rever e orientar a estratégia corporativa, os grandes planos de ação, a política sobre riscos, orçamentos anuais e planos de negócios; estabelecer objetivos de desempenho, fiscalizar a operação e o desempenho da empresa e supervisionar grandes dispêndios de capital, aquisições e alienações.

- Selecionar, remunerar, fiscalizar e, quando necessário, substituir os executivos principais e supervisionar planos sucessórios.

- Rever a remuneração dos executivos principais e dos conselheiros e assegurar um processo de indicação formal e transparente de seus conselheiros.

- Fiscalizar e administrar conflitos potenciais de interesse da diretoria, dos conselheiros e dos acionistas, inclusive a utilização inadequada dos ativos da empresa e abusos nas transações entre partes relacionadas.

- Garantir a integridade dos sistemas contábil e financeiro da empresa, inclusive a auditoria independente, e a existência de sistemas adequados de controle, principalmente sistemas para fiscalizar risco, controle financeiro e cumprimento da lei.

- Fiscalizar a eficácia das práticas de governança sob a qual opera e fazer alterações sempre que necessárias.

- Supervisionar o processo de divulgação e comunicações.

O conselho deverá ser capaz de pronunciar-se objetivamente sobre assuntos corporativos, de forma independente, particularmente da diretoria.

- Os conselheiros devem dedicar tempo suficiente às suas responsabilidades.

- Os conselhos devem considerar a nomeação de um número suficiente de conselheiros não-executivos, capazes de se pronunciar independentemente em tarefas em que haja um conflito de interesses em potencial. Exemplos de tais

responsabilidades primordiais são os demonstrativos financeiros, a indicação e a remuneração de conselheiros e dos diretores executivos.

Independentemente de sua forma societária e de ser aberta ou fechada, a empresa deve ter Conselho de Administração, e os conselheiros para desempenhar suas responsabilidades, devem ter acesso a informações precisas, relevantes e oportunas.

O Conselho de Administração deve zelar pela manutenção dos valores da empresa, crenças e propósitos dos proprietários, discutidos, aprovados e revistos em reunião do Conselho de Administração.

Competências (já previstas na Lei das S.A.): Determinação de estratégias, a eleição e a destituição de diretores, a fiscalização da gestão dos diretores e a indicação e a substituição dos auditores independentes.

As atividades de competência do Conselho de Administração devem estar normatizadas em um regimento interno, tornando claras suas responsabilidades e atribuições, e prevenindo situações de conflito com a diretoria executiva, notadamente com o executivo principal (CEO).

O conselho aprova o código de ética da empresa.

b.(2) Comitês - São formados diferentes comitês, cada um com membros do Conselho como por exemplo: comitês de nomeação, de auditoria, etc. Esses comitês estudam e preparam as decisões, que só poderão ser tomadas pelo conselho pleno.

O tamanho do Conselho de Administração deve variar em função do perfil da empresa, entre 5 e 9 membros.

Há três classes de conselheiros:

- Independentes - quando não possuem vínculo algum com a empresa, nem sequer secundários ou pessoais;
- Externos - quando não trabalham na empresa, mas não são independentes;
- Internos - quando possuem cargos de diretores ou empregados dentro da empresa.

O conselho fiscaliza a gestão dos diretores, e para o caso de Conselheiros Internos, fiscalizar a si mesmo é uma situação típica de conflito de interesses. Por conseguinte, deve-se evitar acumulação de cargos entre conselheiros e diretores.

Para que o conselho possa avaliar a gestão da diretoria sem constrangimento, é importante que os conselheiros externos e independentes possam reunir-se com regularidade, sem a presença dos diretores e/ou dos conselheiros internos.

Pessoas-chave da empresa ou assessores técnicos podem ser convidados ocasionalmente para as reuniões do Conselho de Administração, para prestar informações e/ou expor suas atividades.

A cada ano deve ser feita uma avaliação formal do desempenho do conselho e de cada um dos conselheiros. A sistemática de avaliação deve ser adaptada à situação de cada empresa.

O conselheiro deve ter:

- Integridade pessoal;
- Capacidade de ler e entender relatórios contábeis e financeiros;
- Ausência de conflito de interesses;
- Disponibilidade de tempo;
- Motivação;
- Alinhamento com os valores da empresa;
- Conhecimento das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Na composição do conselho devem estar presentes, entre os membros, as seguintes experiências ou conhecimentos:

- Experiência de participação em bons conselhos de administração, ou seja, os reconhecidos por sua excelência;
- Experiência como executivo principal;
- Experiência em administrar crises;
- Conhecimentos contábeis;
- Conhecimentos do ramo da empresa;
- Conhecimentos do mercado nacional e internacional;
- Visão estratégica;
- Contatos de interesse da empresa;

- A maioria do conselho deve ser formada de conselheiros independentes;
- Sólida formação, experiência nas diferentes áreas de administração e conhecimento do setor;
- Função e papéis bem determinados;
- Conhecimento atualizado da regionalização e globalização do negócio;
- Conhecimento de tecnologia da informação, leis e finanças;
- Habilidade para desafiar a gerência, evitando confrontos e refreando-se de invadir suas funções;
- Personalidade que conquiste o respeito dos pares e dos administradores da empresa;
- Habilidade para trabalhar bem em equipe.

O conselheiro deve trabalhar para o bem da empresa e, por conseguinte, de todos os acionistas e deve buscar a máxima independência possível em relação ao acionista, grupo acionário ou parte interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo, consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade refere-se ao conjunto de todos os proprietários.

O presidente do Conselho de Administração é responsável pelo bom desempenho do conselho, tanto no estabelecimento de seus objetivos e programas quanto na condução de suas reuniões, para cumprir sua finalidade e exercer sua missão de representar todos os proprietários e de acompanhar e avaliar os atos da diretoria.

Deve-se buscar a separação dos cargos do presidente do conselho e do presidente da diretoria (executivo principal).

O presidente do conselho não deve ser também presidente da diretoria. No caso em que o presidente do conselho e o presidente da diretoria sejam a mesma pessoa, é importante que o conselho tenha um membro de peso, respeitado por seus colegas e pela comunidade empresarial em geral, que possa servir como um contrapeso ao poder da pessoa que é presidente do conselho e da diretoria.

O Conselho de Administração deve designar uma só pessoa com a responsabilidade de ser o porta-voz da empresa, eliminando-se o risco de haver contradições entre as declarações do presidente do conselho e as do executivo

principal (CEO). O diretor de relações com os investidores tem poderes delegados de porta-voz da empresa.

O Conselho de Administração deve fazer anualmente uma avaliação formal do desempenho do executivo principal, e manter sempre atualizado, um plano de sucessão do executivo principal e de todas as outras pessoas-chave da empresa.

O Conselho de Administração é eleito pelos proprietários e suas funções são:

- Representar e responder aos proprietários pelo desempenho e atuação da empresa;
- Eleger e destituir o executivo principal e fixar sua remuneração;
- Decidir sobre a proposta de eleição de diretores apresentada pelo executivo principal;
- Fiscalizar a diretoria com atenção especial nos relacionamentos entre a empresa e as partes interessadas;
- Como representante dos proprietários: escolher e substituir os auditores independentes;
- Aprovar o plano de auditoria e os honorários.

O conselho não deve interferir nos assuntos operacionais.

Uma pesquisa de opinião com investidores institucionais internacionais apontou que mais de 80% dos entrevistados estariam dispostos a pagar mais por uma ação de companhia bem controlada, e para 75% dos mesmos, as práticas do Conselho de Administração são tão importantes como o desempenho operacional e financeiro na avaliação de oportunidades de investimentos.

#### c) Gestão

O executivo principal é o responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração. Cabe a ele:

- a indicação dos membros da diretoria para aprovação do Conselho de Administração;
- responder pelo desempenho e pela atuação da empresa;
- prestar todas as informações de real interesse, obrigatórias ou espontâneas, para os proprietários e para todas as partes interessadas.

O relatório anual é a mais importante e mais abrangente informação da companhia, e por isso mesmo não deve se limitar às informações exigidas por lei. Envolve todos os aspectos da atividade empresarial em um exercício completo, comparativamente a exercícios anteriores, ressalvados os assuntos de justificada confidencialidade, e destina-se a um público diversificado.

A preparação do relatório anual é de responsabilidade da diretoria, mas o Conselho de Administração deve aprová-lo e recomendar sua aceitação ou rejeição pela assembléia-geral.

O relatório anual deve conter uma declaração a respeito de quais práticas de Governança Corporativa são cumpridas.

Os códigos das melhores práticas internacionais recomendam que o relatório anual especifique a participação no capital da empresa e a remuneração de cada um dos conselheiros e diretores.

Informações periódicas de companhias abertas são regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Companhias fechadas ou limitadas devem fazer o mesmo naquilo que se aplicar.

Fatos importantes, de caráter extraordinário, deverão ser comunicados imediatamente aos proprietários e, no caso de companhias abertas, ao mercado, de acordo com instruções da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

As informações da empresa devem ser equilibradas, abordando tanto os aspectos positivos quanto os negativos, para facilitar ao leitor a correta avaliação da empresa.

As demonstrações contábeis também devem ser preparadas de acordo com o International Accounting Standards - IAS ou o Generally Accepted Accounting Principles – GAAP.

Toda informação que possa influenciar decisões de investimento deve ser divulgada imediata e simultaneamente a todos os usuários. Internet e outras tecnologias de informação apresentam oportunidades interessantes.

A diretoria deve desenvolver um código de ética a ser aprovado pelo Conselho de Administração.

O executivo principal e a diretoria estão subordinados ao Conselho de Administração e devem dar satisfação a ele a respeito do desempenho e da

atuação da empresa. As partes interessadas são normalmente empregados, clientes, fornecedores, bancos, governos, organizações ambientais, organizações não-governamentais, entre outros. O executivo principal e a diretoria devem satisfação a elas e são responsáveis pelo relacionamento com as partes interessadas. O executivo principal e a diretoria devem buscar um relacionamento estritamente profissional com os auditores independentes.

d) Auditoria.

Auditoria independente é um importante agente de Governança Corporativa para os proprietários de todos os tipos de empresas, uma vez que sua atribuição básica é verificar se as demonstrações contábeis refletem adequadamente a realidade da empresa, expressar uma opinião sobre as demonstrações contábeis que serão divulgadas, de acordo com as normas profissionais e, para esse fim, avaliar os controles e procedimentos internos da empresa.

O Conselho de Administração deve assegurar-se de que os procedimentos adotados pela firma de auditoria garantam independência e objetividade, especialmente quando a mesma firma de auditoria presta serviços de consultoria. Essa questão é importante, uma vez que os serviços de auditoria devem ser contratados pelo conselho e os serviços de consultoria são, normalmente, contratados pela diretoria. Quando houver comprometimento da independência, o conselho deve orientar quanto ao uso de outros consultores ou outros auditores.

Os proprietários, o Conselho de Administração e o comitê de auditoria são os clientes dos auditores independentes. Isso determina o relacionamento entre as partes. O relacionamento dos auditores independentes com o executivo principal, a diretoria e a empresa deve ser estritamente profissional.

Os auditores independentes devem entregar anualmente uma carta ao Conselho de Administração confirmando sua independência.

e) Fiscalização

A fiscalização é exercida pelo conselho fiscal que é uma instituição brasileira, criada com o objetivo de preencher uma lacuna na fiscalização das atividades do Conselho de Administração, funcionando como um controle independente para os proprietários, sejam majoritários, sejam minoritários.

A competência do conselho fiscal está definida na Lei das S.A.:

- Relacionamento com os proprietários

Os proprietários elegem o conselho fiscal, e o conselho fiscal responde aos proprietários.

- Relacionamento com o Conselho de Administração, o executivo principal e a diretoria.

O conselho fiscal, ou qualquer de seus membros, tem direito de pedir aos administradores cópias das atas das reuniões do Conselho de Administração, dos relatórios contábeis ou financeiros, além de esclarecimentos e informações.

Os membros do conselho fiscal devem assistir às reuniões do Conselho de Administração ou da diretoria em que sejam discutidos assuntos sobre os quais devam opinar.

- Relacionamento com os auditores independentes

Se a empresa contrata serviços de auditoria independente, o conselho fiscal poderá solicitar-lhes esclarecimentos e informações. Se a empresa não contrata serviços de auditoria independente, o conselho fiscal poderá, para melhor desempenho das suas funções, escolher contador ou firma de auditoria para aquela finalidade e contratá-lo por conta da empresa.

#### f) Ética

Dentro do conceito das melhores práticas de Governança Corporativa, além do respeito às leis do país, toda empresa deve ter um código de ética que comprometa toda a sua administração e seus colaboradores, elaborado pela diretoria e aprovado pelo Conselho de Administração.

O código de ética deve abranger o relacionamento entre colaboradores, fornecedores e associados.

Existe um conflito de interesses quando alguém não é independente em relação à matéria em pauta e a pessoa em questão pode influenciar ou tomar decisões correspondentes. Algumas definições de independência têm sido dadas para conselheiros de administração e para auditores independentes. Critérios similares valem para diretores ou qualquer empregado ou representante da empresa

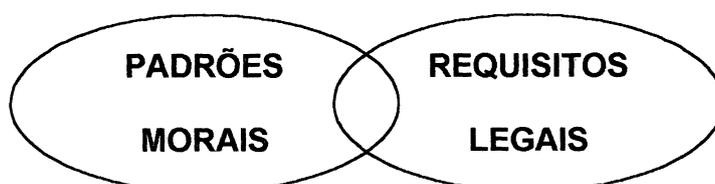
Preferivelmente a pessoa em questão deve manifestar seu conflito de interesses. Se isso não acontecer, qualquer outra pessoa pode fazê-lo.

Tão logo um conflito de interesses tenha sido identificado em relação a um tema específico, a pessoa em questão deve afastar-se, inclusive fisicamente, das discussões e deliberações. O afastamento temporário deve ser registrado em ata ou de outra forma.

A relação entre a legalidade e a moralidade tem sido objeto de muito debate. As empresas têm sofrido prejuízos intangíveis ou concretos quando sua imagem se tinge de imoralidade e amoralidade. Não se sabe se alguns dirigentes agem eticamente apenas para salvaguardar sua imagem ou efetivamente pelo imperativo ético devido a suas convicções pessoais e ao Código de Ética adotado pela empresa.

Em todo o mundo assomam escândalos mesmo em países com longa tradição de controle e de ética. A corrupção parece estar aumentando apesar da destruição que ela causa para o negócio e para a reputação das pessoas. A luta pelo triunfo das práticas corretas deve continuar apesar do aventureirismo, dos desonestos e dos marqueteiros cínicos que olham o mercado pela “Lei de Gerson” (Tirar proveito), infelizmente atribuída a este nome.

f.(1) Relação entre a Ética e a Lei:



- Os requisitos legais sobrepõem-se parcialmente aos padrões morais.
- Os requisitos legais são geralmente negativos (não faça), os morais são geralmente positivos (faça).
- Os requisitos morais chegam mais tarde do que os legais. A escravidão é ilegal, mas a discriminação racial chegou mais tarde.

f.(2) Requisitos de uma Lei:

A lei tem como vantagem acima da ética a sua precisão e enquadramento penal. Não deixa muita dúvida entre o lícito e o ilícito e sobre a sanção.

– **CONSISTENTE** – As pessoas não podem obedecer a dois requisitos contraditórios. As razões subjetivas que movem o comportamento humano podem levar ao “relativismo ético” diante de circunstâncias extraordinárias.

– **UNIVERSAL** – Aplica-se a todos em circunstâncias similares. O comportamento moral, apesar de universal, pode ser alterado por circunstâncias diferentes.

– **PUBLICADA EM FORMA ESCRITA** – Acessível a qualquer pessoa, mas nem todos tem tempo ou condições de lê-la. O texto legal é válido para o julgamento. Ninguém pode alegar desconhecer a lei. O texto ético não é explícito. Os valores diferem para cada pessoa.

– **ACEITA** – Obedecida voluntária.

– **REFORÇADA** – As pessoas serão compelidas a obedecer à lei se não quiserem fazê-lo voluntariamente. Policiamento, multa, processo legal, pressão da opinião pública, escândalo. Difícil julgar uma ação imoral, mas apoiada em leis, a não ser em casos extremos. As sanções são quase **CONSEQÜÊNCIAS EXTENSAS** – As decisões não param no primeiro nível. Trabalhando com pessoas os desfechos passam para outras.

– **MUITAS DECISÕES ÉTICAS TÊM CONSEQÜÊNCIAS INCERTAS** – Nem sempre são um processo determinístico de causa-efeito como por exemplo reduzir a poluição não é terminar a poluição.

– **IMPLICAÇÕES PESSOAIS** – Um modelo impessoal simplifica, mas não descreve os dilemas pessoais. A pessoa que toma a decisão ou que implementa a medida também é uma variável crítica.

– **INEXISTENTES.**

f.(3) Características dos Problemas Éticos na Administração:

f.(4) Problemas Éticos Na Administração:

Os problemas éticos mais freqüentes na administração são os seguintes:

- Pagamento de propina;
- Trabalho Infantil;
- Caixa Dois. Sonegação fiscal;
- Adulteração de registros contábeis;

- Falta de transparência;
- Práticas de concorrências;
- Extensão da Auditoria sobre as ações e registros da empresa;
- Crimes de colarinho branco;
- Nível de preço e cobrança indevidos;
- Integridade do produto. Vender um produto adulterado;
- Propaganda enganosa;
- Condições de trabalho;
- Assédio sexual no ambiente de trabalho;
- Propaganda de reengenharia sem necessidade real;
- Poluição ambiental;
- Serviço de Atendimento ao Consumidor;
- Relações com a comunidade.

f.(5) Transparência para os Conselheiros:

A seguir algumas maneiras para que os conselheiros tornem-se mais conscientes dos dilemas éticos da empresa:

- Integração do conselheiro externo;
- Roteiro de integração, com visitas a fábricas e filiais;
- Familiaridade com o negócio da empresa;
- Número de dias em que está na empresa, além dos dias de reunião do Conselho;
- Realizar reuniões do Conselho em fábricas, filiais ou empresas controladas;
- Envolvimento em comitês do Conselho;
- Comitê de auditoria, comitê financeiro, comitê jurídico, comitê de talentos humanos, comitê de plano estratégico, etc.;
- Uma ou duas reuniões anuais somente de conselheiros externos;
- Contato do conselheiro com o advogado da empresa, o *controller*, auditor interno e o gerente de recursos humanos. Familiaridade com os fatos e os números;
- Exposição pelos auditores externos independentes;

- Leitura de *clippings* de imprensa sobre o setor, concorrentes e os da própria empresa;
  - Contato com concorrentes nas feiras do setor;
  - Conversar com fornecedores, distribuidores e clientes;
  - Lista de reclamações registradas pelo SAC;
  - Contato telefônico regular com o acionista controlador.
- f.(6) Como Exercitar a Consciência Ética nos Conselhos:
- Envolvendo o Conselho na elaboração de Códigos de Ética;
  - Trazendo para a pauta do Conselho dilemas ou questões éticas da empresa ou da concorrência;
  - Trazendo *clippings* da imprensa sobre Ética de Negócios;
  - Aproveitando momentos fora da reunião (almoços, caminhadas, viagens) para conversar mais livremente e fazer consultas de temas fora de pauta;
  - Acessando aos conselheiros relatórios os relatórios (ou resumo de relatórios) das Auditorias Independentes e dos Auditores Internos;
  - Marcando uma discussão pautada (ou livre) dos conselheiros com o consultor jurídico da empresa.

## 2.7. A BOA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A prática da boa Governança Corporativa é imprescindível para o bom funcionamento e otimização do desempenho da empresa, pois é através dos relacionamentos entre as partes interessadas que serão feitas as tomadas de decisões e análises necessárias para a continuidade da entidade.

O termo Governança Corporativa é associado principalmente aos setores administrativos e pessoais, sendo os principais responsáveis o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal, de forma a manter um relacionamento amigável entre todos os colaboradores, desenvolvendo sistemas de monitoramento e incentivo na empresa. Esses sistemas devem

trabalhar para separar os bons colaboradores dos desinteressados, e proporcionar maiores incentivos a estes colaboradores e demais stakeholders, de forma a aumentar a produtividade na empresa, e ainda, proporcionar orgulho de trabalhar nesta, fator essencial para a satisfação de ambas as partes.

Com esse trabalho, proprietários (acionistas ou cotistas) poderão executar a gestão estratégica de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva.

Existe hoje uma tendência mundial dos investidores de direcionar suas aplicações para empresas consideradas responsáveis no que diz respeito aos seus acionistas, à qualidade das informações e também as ações ambientais e sociais.

O desprezo pelo acionista minoritário e a falta de transparência nas informações, são práticas condenáveis pelos países que levam a sério o mercado de capitais, uma vez que o acionista minoritário nesses lugares foi eleito como fonte privilegiada de financiamento das empresas. Os acionistas vêm questionando as práticas impróprias dos controladores, através de conflitos judiciais, como os ocorridos na Alemanha e Itália, no setor de telecomunicações.

O clamor por melhores práticas de governança decorre, em parte, da disseminação da propriedade acionária nos países que promoveram grandes privatizações pulverizadas. Os pequenos e médios investidores aos quais os programas foram dirigidos, passaram a exigir mais qualidade nas informações e maior consideração dos controladores aos acionista minoritários. Outro fator importante é que, no mundo todo, os mercados de capitais vêm substituindo o sistema bancário como fonte de recurso de longo prazo para as empresas. Os recursos colocados à disposição das empresas provêm, assim, de milhões de investidores/acionistas, os quais não deixam de zelar pelo destino de suas poupanças.

No Brasil, estamos dando um passo muito importante para o aprimoramento das práticas que governam as decisões das companhias por ações e seu relacionamento com os acionistas. Diante da competição acirrada e da globalização, órgãos do governo e setores privados estão conscientes de que o país precisa de empresas economicamente robustas, eficientes e confiáveis e

de um mercado de capitais forte, dotado de liquidez e que transmita segurança aos investidores. Prova disso foi a reforma, embora tímida, da lei das sociedades por ações, que sinaliza um claro avanço tanto no sentido da melhoria das relações entre controladores e minoritários quanto na direção da maior transparência das informações das companhias.

O crescimento dos mercados de capitais, resultante da liberalização dos investimentos em portfólio nos países desenvolvidos e emergentes, ampliou o debate, que passou a contemplar também a forma de representação dos interesses dos investidores institucionais nos diversos mercados em que atuam.

O setor privado tem destaque na iniciativa da Bovespa, na criação de um novo segmento de negociação na Bolsa, voltada para ativos de emissão de empresas que se comprometeram a adotar as práticas de boa Governança. Visando proporcionar às empresas interessadas uma adaptação gradativa às regras do Novo Mercado, a Bovespa criou a figura dos Níveis 1 e 2 da Governança Corporativa, que favorecem uma preparação para as companhias que pretendem listar suas ações nesse novo segmento.

No Brasil, uma parte significativa das companhias abertas já se empenha em oferecer aos seus investidores melhorias nas práticas de governança e de transparência. No entanto, essas mudanças têm sido adotadas com pouca visibilidade por parte das empresas, visto serem resultado de esforços individuais. Neste sentido, a BOVESPA criou, para o setor privado, um conjunto de regras de listagem com exigências de transparência e boas práticas de Governança Corporativa para empresas, administradores e controladores. Tais requisitos são considerados importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia. Essas normas foram definidas como "Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa". A adesão aos "Níveis Diferenciados de Governança Corporativa" da BOVESPA dá maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores e eleva o potencial de valorização dos seus ativos.

A adesão as Práticas diferenciadas de Governança Corporativa distingue a companhia como Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa.

Tanto os Níveis de Governança Corporativa quanto o Novo Mercado possuem regras a serem seguidas, porém existem diferenças entre o Nível 1, o Nível 2 de Governança Corporativa e o Novo Mercado. O Nível 1 contempla as regras de transparência e dispersão acionária estabelecidas no Novo Mercado, o Nível 2 contempla tanto as regras de transparência e dispersão acionária quanto às de equilíbrio de direitos entre controladores e minoritários. A grande diferença do Nível 2 para o Novo Mercado é justamente a possibilidade de ter ações preferenciais na estrutura de capital da companhia.

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

a) Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;

b) Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;

c) Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;

d) Cumprimento de regras de disclosure em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;

e) Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;

f) Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem de Companhias Nível 2 são:

a) Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;

b) Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles) ou IAS (Internacional Accounting Standards Committee) ;

c) Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das

mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;

d) Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;

e) Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;

f) Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Todas essas regras estão consolidadas em um Regulamento de Listagem, cuja adesão é voluntária. Os compromissos assumidos pela companhia, seus controladores e seus administradores são firmados em contrato entre essas partes e a BOVESPA.

A criação de segmentos especiais de listagem tem o objetivo de criar alternativas para as empresas que têm ações preferenciais na sua estrutura acionária, mas que estão dispostas a tornarem-se mais transparentes e oferecer mais garantias para os investidores.

Atualmente esse critério de credenciamento é optativo por parte das empresas, porém a tendência é que este venha a ser uma imposição do próprio mercado. Também no futuro, espera-se que as empresas do Novo Mercado encontrem condições de custos favoráveis para a captação de recursos e assim busquem mais freqüentemente o mercado para se financiarem, o que contribuirá para o fortalecimento do mercado de capitais.

## 2.8. QUANTO VALE A BOA GESTÃO?

A nível mundial, a adoção das normas de boa gestão prioriza a transparência e eficiência da gestão empresarial em relação à rentabilidade como

objetivo a ser alcançado, a redução de riscos maiores para os investidores a fim de lhes garantir um bom retorno em suas aplicações e ainda atender ao conjunto das empresas, seus fornecedores, clientes e a sociedade da qual faz parte; esse conjunto de interesses está representado no Conselho de Administração e sua ação será regida por um código de boas práticas, passando a gestão a ser compartilhada, transparente e eficaz, criando sinergia entre todos e para todos.

O número de profissionais externos entre os membros do Conselho de Administração de uma empresa, a monitoração que eles fazem da diretoria executiva e o relacionamento eficiente entre essas duas partes, são formas fundamentais de avaliar a Governança Corporativa dentro de uma organização. Para o dia-a-dia e para o sucesso do negócio, quando bem conduzida ela tem uma importância incontestável. Mas qual seu valor para os investidores?

Do ponto de vista de bancos e fundos de pensão, a Governança Corporativa, segundo uma recente pesquisa da consultoria McKinsey, é sinônimo de maior retorno. Os investidores estão dispostos a pagar mais pelas ações das empresas que se preocupam com tal conceito. Um prêmio médio de 23% no caso de empresas no Brasil, contra 18% dos Estados Unidos, Suíça e Reino Unido, ou 20% do Japão e Taiwan, por exemplo.

Em pesquisa, a McKinsey ouviu, entre 1999 e 2000, mais de 200 investidores institucionais que administram, juntos, ativos de 3,25 trilhões de dólares, contribuindo para algumas constatações:

a) No caso de companhias instaladas na América Latina, quase metade dos entrevistados considera que as práticas do Conselho de Administração são mais importantes que o desempenho financeiro da empresa.

b) Os investidores estão dispostos a pagar mais pela governança em mercados emergentes, como América Latina e Ásia, do que em países como os Estados Unidos. Isso por acreditarem que, em mercados desenvolvidos, a prática já foi suficientemente incorporada pelas empresas. Em países em desenvolvimento ainda haveria muito espaço para sua disseminação.

## 2.9. TRATAMENTO CONVENCIONAL DA GOVERNAÇÃO CORPORATIVA NAS EMPRESAS

Se todos os fatores de produção forem avaliados em mercados competitivos, a maximização do resíduo pós-pagamento dos fatores asseguraria a eficiência lucrativa da economia. O título a este resíduo cabe aos acionistas. Uma vez que estes não obtêm nenhum benefício fora o resíduo, eles estariam todos interessados na maximização do valor do estoque da empresa como reflexo do somatório descontados dos fluxos futuros esperados de resíduo. O que a economia necessita é de um mecanismo que avalie competitivamente as empresas e discipline de modo eficaz a gerência dessas empresas quando o seu valor de mercado é reduzido, sustentando dessa maneira dois pilares: na soberania dos acionistas e em mercados competitivos.

Não se pode esquecer que qualquer sistema de Governança Corporativa mantém relações de complementaridade com outros arranjos institucionais da economia: o mercado de trabalho, a organização interna do trabalho das firmas e as instituições de mercado, entre outras. A eficiência de um sistema de governança não pode não ser avaliada independentemente do modo como estas outras instituições funcionam.

Na perspectiva da Teoria das Organizações, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas. Elos e contratos entre outros *stakeholders*, particularmente aqueles entre a corporação e seus parceiros no comércio (clientes, fornecedores, subcontratados) são relegados ao domínio das transações de mercado pura e simples, onde é implicitamente assumido que estas relações serão apropriadamente controladas enquanto os mercados forem razoavelmente eficientes e competitivos.

No enfoque da teoria dos custos de transação, a unidade apropriada de análise é o fluxo de transações entre um produtor e seus fornecedores ou clientes.

O tema chave é determinar o limite ótimo da firma. Parte-se do suposto de que a dependência exclusiva nos mecanismos de mercado pode sujeitar a empresa aos riscos do oportunismo auto-interessado. Um sistema eficiente de governança deverá, portanto, elaborar mecanismos especializados de incentivos, salvaguardas e resolução de conflitos que possam promover a continuidade dos relacionamentos comerciais que são eficientes na ausência de oportunismo auto-interessado, relacionamentos estes que, de outro modo, poderiam romper-se sob regras de contratualidade exclusivamente de mercado. O ideal seria, então, um sistema de Governança Corporativa que minimizasse os custos de agência atuando em paralelo com um sistema de governança contratual que minimizasse os custos de transação.

A vantagem desta ampliação é que teríamos um instrumental capaz de analisar também a realidade de países da Europa Continental e da Ásia, onde as complexas relações de propriedade entre as corporações e entre estas e os bancos, constituem uma característica marcante do sistema de governança. Na verdade, grande parte da literatura costuma contrastar os sistemas de governança dos Estados Unidos e da Inglaterra, de um lado, com os predominantes na Alemanha e no Japão.

## 2.10. IMPACTO DOS SISTEMAS DE GOVERNANÇA SOBRE CORPORações E ECONOMIAS NACIONAIS

A questão teórica fundamental, porém, envolvendo os sistemas de governança é o seu impacto sobre o desempenho das corporações e das economias nacionais. Trata-se de um problema extremamente complicado e para o qual, até o momento, não existe uma resposta precisa. De um lado, não existe evidência rigorosa de que o sistema de governança influencie a competitividade. Pode-se argüir que o grau de concorrência nos mercados de produtos é mais importante para a eficiência industrial do que o sistema de governança existente.

De acordo com a teoria tradicional, se nos mercados, todos os produtos finais e para todos os insumos forem competitivos, o sistema de Governança Corporativa adotado seria uma questão irrelevante. Contudo, mesmo aceitando esta hipótese, restam alguns problemas:

- a) a perfeição dos mercados não é uma suposição realista;
- b) mesmo nos mercados mais abertos a concorrência no mercado de produtos será provavelmente prejudicada por problemas informacionais e outras fricções;
- c) grandes firmas, que construíram fortes marcas no passado podem ser capazes de viver das quase-rendas assim geradas por um bom período enquanto são mal gerenciadas e
- d) se os executivos perceberem que o Estado tem uma política de “grande demais para falhar” então eles podem tornar-se mais otimistas em relação a uma ameaça de falência. Conclui que a concorrência de mercado por si só não é um instrumento suficiente para substituir mecanismos eficientes de controle corporativo. Algo mais importante ainda em setores onde a concorrência é fraca.

Mesmo admitindo que um sistema de governança seja relevante para o desempenho de uma economia, não é possível, como já foi mencionado anteriormente, avaliar a eficiência de um tal sistema sem levar em conta sua interação com outras instituições da economia. Um sistema de Governança Corporativa é o resultado das tentativas dos agentes econômicos de resolverem seus problemas de controle e coordenação e o desenho final certamente depende da correlação de forças entre estes agentes. É muito difícil, portanto, apresentar um sistema nacional de governança como o modelo universalmente mais adequado. É possível, porém, apontar aspectos onde um sistema apresenta problemas de coordenação e de disciplinamento e também transferir certas lições, sem perder de vista seu contexto histórico, para a realidade de outros países. Talvez o mais útil seja observar a direção das mudanças ocorrendo nos sistemas de Governança Corporativa das economias maduras e, a partir disso, tentar evitar a repetição certas práticas que estão sendo abandonadas.

## 2.11. DESEMPENHO COMPETITIVO

No final dos anos 80, destacava-se na boa performance da economia asiática, o modelo de Governança Corporativa do Japão. Entretanto, após mais de seis anos de crescimento contínuo da sua economia, o modelo norte-americano, marcado pelo controle externo exercido pelo mercado de capitais, volta a ganhar peso. A recente crise das economias da Ásia tem exposto, também, a fragilidade dos mecanismos de monitoramento interno em controlar o ímpeto expansionista dos administradores, os quais, no caso de algumas empresas, levaram os níveis de alavancagem financeira para patamares elevadíssimos. Desse modo, através da Governança Corporativa são instituídos mecanismos que regulam as ações dos administradores (incluindo seu grau de alavancagem financeira), podendo tal tarefa ser realizada por parte dos acionistas ou mesmo por parte do sistema bancário, através da avaliação de risco.

## 2.12. GOVERNANÇA CORPORATIVA X CONSULTORIA

Que o mundo empresarial pós Enron, WordCom e Cia. não seria o mesmo, todo mundo já sabia. Mas o aviso formal sobre as mudanças de comportamento e cultura nas grandes corporações americanas está começando a chegar ao Brasil agora. Segundo Robert Wesselkamper, principal executivo da área de consultoria internacional da Watson Wyatt – que contabiliza relações de décadas com clientes como GM, GE, IBM e Cola-Cola – em visita ao Brasil afirmou: “meu objetivo aqui é o de transmitir às subsidiárias das nossas clientes americanas informações sobre uma mudança de cultura e comportamento que está em curso nas matrizes e mostrar os impactos que elas podem ter aqui”.

Todas as mudanças estão sendo implementadas para perseguir algo que se tornou uma obsessão, no melhor sentido da palavra, nos Estados Unidos: a

transparência. “Após os problemas que ocorreram com a Enron e outras companhias, os investidores e sócios exigem que os processos contábeis sejam rigorosamente claros e querem saber com exatidão tanto os pontos positivos quanto os eventuais problemas que a companhia possa estar enfrentando”, disse Wesselkamper.

Embora deixe claro que sua vinda ao Brasil tem um caráter muito mais informativo do que de implementação de novidades, o executivo avalia que algumas dessas mudanças possam ter impactos práticos por aqui. “Não haverá necessidade de implementar mudanças nas subsidiárias brasileiras, os processos já são bastante eficientes e transparentes”, explica ele. “Mas as pessoas aqui devem estar preparadas para ter que responder mais rapidamente a solicitações de informações ou para encontrar menos tolerância em situações que ponham minimamente em questão a ética da empresa ou dos seus colaboradores”.

Na nova era, a da transparência, não há mais espaço para a lei do “o que é bom se mostra e o que é ruim se esconde”. E isso vale também para as consultorias. Por isso, Wesselkamper acredita que o papel do consultor vai mudar e ganhar um peso diferente nas organizações. “Se antes havia uma certa apreensão de perder o cliente se a consultoria apontasse o que estava acontecendo de errado na organização, agora isso acabou”, disse ele. “Agora, a assinatura de validação do consultor ganhou mais importância e ninguém vai querer validar algo que não está correto”.

## 2.13. REFERÊNCIA AO CASO BRASILEIRO

A maioria dos grupos de capital nacional são de controle e capital familiar. A propriedade familiar não implica necessariamente o envolvimento da(s) família(s) proprietárias na gestão dos negócios do grupo, mas atua como investidor, deixando a gestão para grupos de executivos profissionais. No caso brasileiro, as famílias proprietárias também exercem a gestão da propriedade do

grupo. Tanto quando a família exerce diretamente a gestão ou quando entrega a gestão a um grupo de profissionais, os problemas de organização ou são completamente eliminados ou fortemente mitigados.

Além desse caráter familiar, há também o fato de que elas assumem a forma de grupo econômico. Esses grupos familiares expandiram-se por meio de um sistema complexo de controle da propriedade envolvendo várias empresas; algumas de capital fechado (a maioria) e outras abertas, controladas por outras ou por uma empresa holding, configurando uma cadeia hierárquica.

Trata-se, portanto, de um sistema de governança de extremado controle interno ou de controle direto via *equity*. Entretanto, teria como especificidade a forte presença das famílias, a ausência de bancos e outras instituições financeiras, com controles corporativos cruzados no sistema de governança das corporações.

Os problemas originados deste sistema:

a) Inibiria o crescimento das empresas, posto que dificultaria o acesso a operações de financiamento externo não-intermediadas (negociação direta com investidores). O financiamento via débito teria que ser todo *colateralizado* (garantido), o que é uma forma limitante ao crescimento;

b) O sistema dificultaria a reestruturação e modernização das corporações;

c) Numerosos casos de problemas sucessórios facilitaram o desmonte de suas estruturas de controle e a dissolução dos grupos em momentos de maior fragilidade determinada por políticas macroeconômicas. Ressaltamos que estas críticas aplicam-se ao controle familiar e não à propriedade de capital por famílias.

O controle familiar pode limitar substancialmente a contestabilidade desejada de um sistema de governança, impedindo modificações na gestão, mesmo quando sinais de mau desempenho forem detectados. A mudança de comando, por exemplo, é “traumática” quando o controle é exercido diretamente pela família. Há casos inclusive de atraso na tomada de soluções necessárias, como bem ilustra o caso do Grupo Econômico. Quando em um processo de sucessão, as novas gerações não desejarem participar dos negócios ou permanecer no grupo proprietário, a solução seria a saída. Com um mercado de

capitais reduzido e com uma valorização imperfeita das *securities* (ações) isto não é feito sem uma certa perda patrimonial.

Por outro lado, a propriedade concentrada em uma única ou em poucas famílias, bem coordenadas, pode facilitar a revisão estratégica ou a substituição de uma gestão profissional externa, já que todos os incentivos estão colocados e não existe o problema de coordenação entre proprietários.

No Brasil, a onda de fusões e aquisições, com uma presença cada vez maior de grupos estrangeiros, é um sinal claro de há uma transformação em curso. Além disso, o processo de privatização abre um espaço importante para a consolidação de uma nova estrutura de propriedade e controle corporativo.

Resta perguntar qual configuração o novo sistema tende a assumir e, supondo um certo grau de liberdade e incentivo, qual configuração seria mais desejável. O primeiro passo é identificar as dificuldades colocadas pelo sistema atual de governança dos grupos econômico. A estrutura de controle e propriedade pode limitar o crescimento destes grupos, dado que dificulta o acesso a operações de financiamento externo, sobre tudo as não-intermediadas. No Brasil, foram raríssimos os grupos que conseguiram articular uma estratégia de multinacionalização. O baixo grau de contestabilidade do sistema, por sua vez, dificulta ações corretivas mesmo diante de sinais inequívocos de mau desempenho.

É claro que não é possível reproduzir aqui um sistema de governança nos moldes do Japão e da Alemanha ou nos moldes anglo-americano. Um sistema de governança como o alemão ou japonês requer um ambiente regulatório e legal muito particular, dificilmente capaz de ser implantado num ambiente onde não existe uma tradição de confiança e cooperação entre os agentes econômicos. O elemento mais fácil de ser incorporado e que pode trazer vantagens para um país como o Brasil é o maior envolvimento dos bancos na área de governança. Já um sistema de propriedade dispersa, como o anglo-saxão, além de ser inteiramente estranho a nossa cultura corporativa, não apresenta a priori benefícios claros. Os elementos mais interessantes são um mercado de capitais bem desenvolvido e a maior atuação dos investidores institucionais. Na França, os conselhos de

administração só se tornaram mais ativos a partir do momento em que os investidores institucionais se mostraram mais ativos e indicaram representantes.

Acreditamos que a transformação mais viável seja aquela que contemple uma posse concentrada das obrigações financeiras dos grupos nas instituições financeiras – particularmente os bancos nacionais e os fundos de pensão. Certamente, qualquer novo modelo apresentará uma forte presença da propriedade familiar, e mesmo do controle num número representativo de grupos. O importante é introduzir mecanismos eficazes de monitoramento e exercício de influência nestes grupos. O crescimento de fundos de pensão e dos fundos mútuos pode vir a representar uma força importante de mudança. Nos mercados onde estas instituições são fortes elas tendem a estimular os mercados de *securities*, aumentando sua profundidade e grau de transparência. Isto pode facilitar, mas não garantir, que as famílias proprietárias transacionem seu controle nos mercados.

Finalmente, o ambiente regulatório e legal será um palco crucial para a operacionalização de mudanças no sistema de Governança Corporativa, na medida em que ele pode afetar a estrutura de propriedade e influenciar o acesso aos vários canais de financiamento.

## 2.14. CONFLITOS ENVOLVENDO O ACIONISTA CONTROLADOR

No Brasil o centro do poder de controle corporativo não está na diretoria e sim no acionista controlador. Tendo em vista a tradicional e marcante estrutura empresarial familiar no Brasil e a falta de uma cultura de mercado, em parte devido ao fechamento da economia brasileira ao capital externo durante anos. Esta falta de cultura causou freqüentes conflitos entre acionistas.

De certa forma, existem duas espécies de acionistas: o empresário-empendedor, que cria e expande a empresa, a ela se dedica permanentemente e profissionalmente, vive todos os seus problemas, e se realiza nessa atividade, e

o investidor de mercado que objetiva, tão-somente, a mera aplicação de capital.

No entendimento dos autores da vigente Lei das Sociedades por Ações, fez-se necessário conceituar e regular os atos do acionista controlador, prevendo situações que configurem abuso de poder de controle, protegendo os demais acionistas minoritários.

Nesse sentido, a modalidade de controle interno existente em nosso país é o majoritário e os maiores conflitos inerentes às companhias brasileiras ocorrem entre o acionista controlador e os acionistas minoritários, uma vez que o primeiro detém a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos membros da administração. Portanto, a governança corporativa deve estar focalizada em como resolver e evitar os conflitos de interesses entre os acionistas.

Assim como no controle gerencial, o órgão fundamental para monitorar os abusos de poder de controle do acionista controlador e proteger os acionistas minoritários é o Conselho de Administração, eleito pelos acionistas, mas que devem atuar no interesse da companhia. Nada garante a proteção das minorias pelo Conselho de Administração, uma vez que ele pode ser eleito basicamente pelo controlador, portanto a sua eficácia como mecanismo de governança corporativa depende da independência e da conduta ética dos seus membros.

A celebração de acordos de acionistas seria uma forma de regular possíveis conflitos entre os acionistas. O acordo pode limitar os poderes do acionista controlador, indicando determinadas matérias estratégicas para a companhia, as quais necessitam de aprovação de acionistas minoritários, além de poder prever os direitos dos acionistas minoritários subscritores do acordo e de indicar um certo número de membros para o Conselho de Administração.

Outra cláusula que visa à proteção dos minoritários em um acordo de acionistas é a que lhes concede o direito de vender as suas participações na companhia em caso de alienação do controle acionário, nas mesmas condições e preço do acionista controlador (cláusula de *tag along*).

Quanto mais fluente a disponibilização de informações por parte dos administradores, maior é a possibilidade dos acionistas estarem cientes dos seus direitos e de eventuais abusos ou incorreções por parte dos órgãos da

administração. Nesse sentido, a transparência das informações (*disclosure*) é um dos elementos essenciais para garantir boa governança. Para facilitar uma maior disponibilização de informações, é importante que haja membros nos conselhos de administração e fiscal indicado por acionistas minoritários.

Diretamente relacionada à transparência de informações se encontra a atividade dos auditores independentes, pois a auditoria externa é responsável pela autenticidade das informações contábeis e padrões utilizados, cuja veracidade e transparência são fundamentais para a avaliação dos investidores. Também em relação às contas da companhia está relacionado o papel do conselho fiscal, embora este órgão não seja amplamente utilizado nas sociedades brasileiras.

Em se tratando de investidores, o voto é o direito político pelo qual o acionista exerce o seu poder de decisão na sociedade. Quanto mais ações preferenciais sem direito a voto existirem na companhia, maior a possibilidade de surgirem conflitos entre acionistas, uma vez que os preferencialistas não têm as prerrogativas de exercer o voto contrário aos interesses dos controladores, ficando exaustos a eventuais abusos por parte do controlador. Uma sociedade anônima que prime pela boa governança corporativa emitiria apenas ações ordinárias, restando todos os acionistas em iguais condições políticas na companhia.

Por outro lado, uma companhia com um forte acionista controlador também pode necessitar de administradores profissionais, tendo em vista a crescente necessidade de evolução das técnicas administrativas para a sobrevivência empresarial no mercado.

Fatores externos também podem influenciar na redução de conflitos de interesses entre acionistas, fazendo parte da sistemática jurídica que garante que as regras contratuais e estatutárias sejam cumpridas (*enforcement*). O primeiro deles é a própria lei do anonimato, o aparato jurídico que serve como base legal para evitar abusos por parte dos controladores e administradores das companhias.

A esse respeito, destaca-se o art. 117 da vigente lei do anonimato, que estabelece que o acionista controlador deve responder por atos que configurem

abuso de poder de controle. Dentre as modalidades de abuso de poder, ressaltamos a orientação da companhia para fins estranhos ao seu objeto social ou lesivo ao interesse nacional, alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas que não sejam interessantes à companhia e prejudiquem os acionistas minoritários, ou ainda, a aprovação de contas que sabem ser irregulares dos administradores, dentre outras modalidades.

A CVM, como órgão regulador do mercado de valores mobiliários, o sistema judiciário e as bolsas de valores, as quais têm poder de regulamentação sobre as companhias nelas listadas, são outros mecanismos aos quais podem os acionistas minoritários recorrer quando constatarem que seus direitos estão sendo violados.

### 3. O NOVO MERCADO

Trata-se de um novo segmento de negociação de ações, criado pela Bovespa, com regras de listagem diferenciadas, que segue a tendência mundial de proteção aos pequenos e médios investidores, influenciando positivamente a valorização e a liquidez das ações; tende a se revelar como a iniciativa de maior importância para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Tem por finalidade oferecer novas opções às empresas que quiserem participar do mercado de capitais, uma vez que oferece maior destaque às companhias já listadas na Bovespa que adotarem normas de conduta diferenciadas para si, seus administradores e controladores, como as Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, que buscam convergir objetivos da administração e dos acionistas e remediar o atual receio de muitos investidores de comprar papéis de companhias abertas, devido a pouca transparência por elas apresentada.

A criação do Novo Mercado corresponde a uma proposta de mudança radical de alguns dos fatores de maior peso para o desenvolvimento e funcionalidade do mercado de capitais, como os que determinam o nível de proteção do investidor, partindo da sua percepção de risco e o próprio custo de capital das empresas, pois se verifica que maior proteção ao acionista implica redução de riscos e, conseqüentemente, redução do prêmio de risco e do custo de capital, graças aos direitos e garantias concedidos e à redução da assimetria de informações entre administradores das empresas e participantes do mercado.

O Novo Mercado teve seu início, do estudo "Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro", em que participaram o professor José Roberto Mendonça de Barros, professor José Alexandre Scheinkman, dr. Leonardo Cantidiano, entre outros profissionais conceituados. Eles constataram que, o aprimoramento do mercado de capitais é decisivo para que este possa cumprir seu papel de financiador do crescimento econômico.

Na atual conjuntura econômica, vários fatores contribuem para que o financiamento das companhias nacionais seja dificultado, dentre eles, o alto custo

de captação de recursos para projetos, o ineficiente sistema tributário, e a escassez de poupança interna do país.

Para estas limitações, o mercado de capitais, deveria aparecer como alternativa, contudo, apesar dos benefícios obtidos por meio da condição de companhia aberta, o número de empresas com ações negociadas em Bolsa no Brasil vem diminuindo, contribuindo para o enfraquecimento desse mercado.

Diante deste quadro, a Bovespa, como agente privado, buscou instrumentos que pudessem ser acionados para revertelo; que demonstrasse menor dependência à evolução das condições institucionais do mercado brasileiro, às grandes reformas estruturais, como tributária, da previdência, do Judiciário, ainda em andamento, e a própria alteração da Lei das S/A, recentemente concluída.

Este cenário, apesar de negativo, não tira a importância da iniciativa da Bovespa, ao contrário, mostra que o mercado de capitais está disposto a fazer a sua parte para oxigenar o setor. A transparência, fundamental para a revitalização do mercado, ganha ainda mais força, como demonstrou a primeira empresa do Novo Mercado, a CCR Companhia de Concessões Rodoviárias, que responde por 14% da malha rodoviária do país.

Para sua inserção no Novo Mercado teve de cumprir uma série de determinações, como oferecer maior transparência em sua gestão e mais proteção aos investidores minoritários, e acredita-se que tal ação poderá ter forte demanda vinda do exterior e que é possível especular sobre essa expectativa, mas há risco de os papéis terem pouca liquidez.

Vale lembrar, que a liquidez é um dos principais objetivos dos investidores, o qual estará protegida pelo percentual mínimo de 25% de ações não pertencentes ao controlador, aumentando a negociabilidade do mercado secundário.

Uma precificação mais adequada, por sua vez, estimula aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento para as companhias e contribuindo para aproximar os interesses de empreendedores e investidores. A baixa ocorrência de aberturas de capital no mercado brasileiro, mostra a distância que existe entre a percepção dos

empresários acerca do valor de seus negócios e a dos investidores, que levam em conta os riscos de natureza societária a que estão expostos.

Não existe restrição quanto ao setor de atuação ou ao porte das empresas para que estas possam ser admitidas no Novo Mercado, voluntariamente, as sociedades, seus administradores e controladores poderão, daqui por diante, contar com um leque de opções para sua permanência ou entrada no mercado de capitais; entretanto, a sua inserção neste segmento especial implica a adesão a um conjunto de regras societárias, chamadas de boas práticas de governança corporativa, mais rígidas do que as previstas pela legislação brasileira; e a adoção de uma política de divulgação de informações comparável às dos mercados mais desenvolvidos do mundo. Consolidadas no Regulamento de Listagem, estas regras ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos através de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A vinculação das empresas, seus administradores e acionistas controladores aos diversos compromissos previstos pelos níveis de governança corporativa e Novo Mercado, ocorre por meio de um contrato com a Bovespa, que em contra partida, assume a tarefa de fiscalizar e garantir o *enforcement* das normas estabelecidas nos regulamentos.

As companhias do Novo Mercado destacam-se por emitirem tão somente ações ordinárias, e isso interfere na estrutura de capital destas empresas, uma vez que isso seja possível para aquelas que estejam abrindo seu capital, não é tão simples para aquelas já listadas na Bovespa, que possuem cerca de 2/3 do seu capital representado por ações preferenciais e nesse caso, a mudança está em transformá-las em ordinárias.

Não há índice percentual pré-determinado pela BOVESPA quanto à conversão das ações. Essa proporção pode ser determinada pela empresa e aceita pelos acionistas. O objetivo dessa conversão é garantir a todas as ações o direito de voto, e fazer com que todos os acionistas tenham os mesmos direitos, garantindo que todos percorram o caminho em direção ao patamar da governança corporativa demandada pelo mercado, e para isso foram criados os níveis

diferenciados 1 e 2 de governança corporativa.

Ao lançar o Novo Mercado e os níveis 1 e 2, a Bovespa procurou encurtar a distância entre as empresas e os investidores, e esse trabalho continua, visando à listagem de novas companhias no Novo Mercado, à migração de mais empresas para os segmentos especiais de listagem, e à atração de novos investidores para o mercado acionário brasileiro.

A proposta do Novo Mercado é oferecer mais garantias para os investidores através de elevados padrões de Governança Corporativa, maior grau de transparência, associados à existência de uma Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos.

Principais regras do Novo Mercado:

a) Realizar ofertas públicas de colocação de ações através de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;

b) Manter em circulação uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital. (Isso pode ser feito em até três anos, desde que avaliado e aprovado pelo Conselho da Bovespa);

c) Estender, para todos os acionistas, as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;

d) Estabelecer um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração com pelo menos 5 conselheiros;

e) Disponibilizar o balanço anual seguindo as normas do US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles) ou IAS (Internacional Accounting Standards Committee) ;

f) Introduzir melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de elaboração de balanços consolidados, demonstração de fluxo de caixa e revisão especial de auditoria;

g) Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;

h) Cumprir as regras de disclosure em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Algumas regras do Novo Mercado já fazem parte da atual Lei 10.303/01, a Lei das S.A., por exemplo, a proibição de emissão de partes beneficiárias e o prazo de convocação de assembléia com pelo menos 15 dias de antecedência. É importante destacar que nenhuma regra do Novo Mercado é conflitante com o estabelecido na lei atual.

Um grupo de professores da Universidade de Harvard, em seu estudo “Legal Determinants of External Finance” (1997), confirmam ao constatar que quanto mais forte a regulamentação de um país quanto à proteção aos direitos dos acionistas, mais forte tende a ser seu mercado acionário. Segundo o estudo, as médias de três indicadores do grau de desenvolvimento do mercado – Capitalização de Mercado/PIB, Empresas/Milhão de habitantes e Número de IPOs\* – Initial Public Offer/Milhão de habitantes – dos países que garantem maior proteção aos acionistas são, em geral, superiores àquelas dos países em que estes direitos são menores, conforme mostra a Tabela 3.

**Tabela 3**

**Direitos dos acionistas e grau de desenvolvimento do mercado**

<b>Direitos</b>	<b>Capitalização/PIB *</b>	<b>Empresas/Mm de habitantes *</b>	<b>IPOs/Mm de habitantes *</b>
Direitos dos minoritários			
25% menores	0,19	12,05	0,14
50% intermediários	0,39	20,03	0,97
25% maiores	0,58	35,68	2,05

- Média de 49 países. Fonte: Rafael la Porta et al – Legal Determinants of External Finance in Journal of Finance (Julho, 1997)
- \* IPO – Oferta Pública Inicial (subscrição pública de ações).

A única diferença em termos de custos que uma empresa participante do Novo Mercado terá em relação às listadas em bolsa no segmento tradicional é a preparação anual de seus balanços no padrão contábil internacional.

Ao elaborar suas demonstrações contábeis em US GAAP ou IAS a empresa terá grande vantagem ao conseguir maior exposição diante de investidores estrangeiros, o que é importante, pois, em alguns casos, certas categorias de investidores podem deixar de acompanhar e investir em empresas pela impossibilidade de analisar suas demonstrações contábeis. Por outro lado, para os investidores brasileiros, a adoção de padrões internacionais oferece maiores possibilidades de comparação com empresas semelhantes em outros países. A participação dos investidores estrangeiros na BOVESPA tem sido significativa nos últimos anos.

Com o objetivo de dar maior segurança aos investidores de que os empreendedores, ao realizarem uma oferta de ações, não pretendem se desfazer das ações da empresa, mas sim buscar sócios para financiar a expansão de suas atividades, é que foi criado o Lock up Period, que é o período após a colocação primária das ações, durante o qual os controladores (acionistas originais) não podem vender suas ações. As empresas que se listarem no Novo Mercado devem seguir a seguinte regra: até o 6º mês seguinte à oferta inicial os controladores não podem vender nenhuma ação e do 7º mês até o final do 1º ano após a emissão podem vender, no máximo, 40% de suas ações.

Controladores e administradores têm informações sobre a empresa que a grande maioria dos acionistas não dispõem, por isso, a participação deles no mercado é considerada uma informação importante, e eles têm a obrigação de informar suas movimentações de ações da empresa.

Os contratos entre empresas controladas, coligadas e empresas das quais o controlador participe devem ser informados à Bolsa e ao mercado para que os investidores possam conhecer os parâmetros dos contratos. Com esta informação os investidores podem avaliar se a empresa em questão está, ou não, sendo prejudicada nesses contratos.

A Lei das S.A. estabelece a possibilidade de implementação, através do Conselho de Administração, de um mecanismo conhecido como voto múltiplo, que funciona da seguinte forma: o acionista que detém no mínimo 10% do capital social com direito a voto pode requerer a adoção do processo de voto múltiplo.

Através do mecanismo de voto múltiplo os investidores, ao tentar eleger os conselheiros, podem, se quiserem, concentrar todos os seus votos em um único conselheiro para elegê-lo. Caso a cada ano se renovasse somente uma parte do conselho, o mecanismo de voto múltiplo seria menos eficaz.

Não existe um perfil definido de empresa para ser admitida no Novo Mercado, porém é necessário que as empresas, seus administradores e controladores assinem um contrato com a Bovespa, submetendo-se às regras do Regulamento de Listagem do Novo Mercado. Caso a empresa descumpra o Regulamento, a Bovespa enviará uma notificação escrita fixando prazo máximo para regularização, aplicará multas, poderá suspender a negociação das ações ou, em casos mais graves, cancelar o registro no Novo Mercado. As multas e punições são direcionadas ao responsável pela infração, evitando assim concentrar as punições na empresas.

Existe uma instância mais rápida e ágil para a solução de conflitos e questões relacionadas ao cumprimento do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que é a Câmara de Arbitragem do Mercado.

### 3.1. CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO

A Câmara de Arbitragem do Mercado foi instalada pela Bovespa no dia 27 de julho de 2001, com base nos dispositivos da Lei nº 9.307/96 (Lei da Arbitragem), visando a oferecer um foro adequado para a solução de conflitos relacionados à Lei das S.A.s, dos estatutos sociais das Companhias, das normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, dos regulamentos da Bovespa e das normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral.

A Câmara de Arbitragem do Mercado proporcionará aos participantes dos segmentos, quais sejam, a Bovespa, as companhias abertas, seus controladores e administradores, membros do conselho fiscal e seus acionistas; maior

segurança para aplicar sua poupança no mercado acionário nacional, pois viabilizam a solução de conflitos de forma sigilosa, rápida, economia e com menor formalismo, além de contar com árbitros especializados capazes de lidar com a complexidade e a especificidade das questões técnicas do mercado de capitais.

Neste primeiro momento, a Câmara Arbitral do Mercado tem a finalidade de atuar na composição de conflitos que possam surgir nos segmentos especiais de listagem instituídos pela Bovespa em 2000, denominados de Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa.

A Câmara de Arbitragem do Mercado oferece três tipos de procedimento arbitral: a arbitragem ordinária, sumária e arbitragem *ad hoc* (procedimento informal), escolhidos em função da complexidade da questão a ser discutida ou a critério das partes envolvidas. A arbitragem ordinária é recomendável para questões mais complexas, pois prevê a participação de três árbitros na análise e julgamento do conflito.

A arbitragem sumária como indicado pelo próprio nome é bem mais simples, o que propicia às partes maior rapidez e custos menores na solução de seus conflitos. Em princípio, o procedimento arbitral sumário mostra-se recomendável para questões de natureza mais simples, já que o litígio será decidido por um único árbitro.

Na arbitragem *ad hoc*, se as partes concordarem também poderá ser escolhido árbitros externos ou ainda, escolher outra Câmara ou Centro de Arbitragem para resolver seu conflito.

Ao promover a solução de conflitos por arbitragem, a Câmara Arbitral deverá garantir que independentemente do tipo de procedimento adotado sejam respeitados os princípios do contraditório, da igualdade das partes, da imparcialidade do árbitro e de seu livre convencimento; e sejam adotados, como regra, o sigilo, a celeridade, a economia de recursos, a especialidade dos árbitros e a instrumentalidade dos procedimentos.

As partes não poderão recorrer à justiça solicitando alteração da sentença arbitral. A sentença produz, entre as partes e seus sucessores, os mesmos efeitos de uma sentença proferida pelo Poder Judiciário e, sendo condenatória, poderá ser executada em juízo.

O Conselho de Administração é competente para elaborar o Regimento Interno, que terá a finalidade de esclarecer e regulamentar quaisquer questões relativas aos procedimentos arbitrais, bem como ao modo de funcionamento e às atividades da Câmara Arbitral. O Regimento Interno, bem como suas alterações posteriores, serão aprovados pelo voto favorável da maioria absoluta de Conselheiros da Bovespa presentes à reunião que deliberar sobre tal matéria.

Aplica-se juntamente com Regulamento da Câmara de Arbitragem, no que couber ou for necessário, o disposto na Lei nº 9.307/96, no Código de Processo Civil, no estatuto social da Bovespa, no Regulamento de Listagem do Novo Mercado e no Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa.

### 3.2. A ARBITRAGEM NO BRASIL

Todo cidadão tem o direito de firmar um contrato e solucionar eventuais conflitos dele decorrentes sem a intervenção do Poder Judiciário, elegendo, para tanto, o uso da arbitragem.

No Brasil, a arbitragem já era prevista no Código de Processo Civil, mas foi a Lei Nº 9.307/96, Chamada Lei da Arbitragem, que consolidou sua regulamentação.

O compromisso das partes é o fundamento da arbitragem, por isso a lei prevê a assinatura da cláusula compromissória, por meio da qual as partes de uma relação jurídica comprometem-se a submeter à arbitragem todos os conflitos que surjam entre elas. Essa cláusula pode ser estipulada por escrito, estar inserida no próprio contrato ou em documento separado.

Uma vez decidida à utilização da arbitragem, as partes não poderão recorrer ao Poder Judiciário para tratar de controvérsias surgidas nem tampouco apelar a lê, visando à alteração de uma sentença arbitral proferida.

A arbitragem proporciona às partes contratantes, sigilo, rapidez, economia e a certeza de um julgamento realizado por pessoas especializadas, com profundo conhecimento de assunto em discussão. O sigilo é garantido pela forma discreta com que seus procedimentos são conduzidos, não sendo permitida a divulgação dos fatos e documentos constantes de um processo arbitral.

É inegável que o trâmite da arbitragem é mais rápido que o desenvolvimento dos processos judiciais. Para isso, a escolha dos árbitros é fundamental, pois eles podem ser especialistas na matéria em julgamento, enquanto no Poder Judiciário os juízes dependem de laudos periciais.

Com garantia da rapidez dos processos, a Lei da Arbitragem estabeleceu que as sentenças devem ser definidas pelos tribunais arbitrais em, no máximo, 180 dias. Se uma sentença for dada depois desse prazo, será automaticamente nula, de acordo com a lei.

Especialmente no caso brasileiro, a arbitragem desempenha uma importante função: a de aliviar a sobrecarga do Poder judiciário que hoje não possui estrutura adequada para resolver em tempo hábil os milhares de processos que se acumulam nos tribunais.

A eliminação de várias formalidades e a inexistência de recursos contra as decisões arbitrais também contribuem para tornar a arbitragem mais econômica do que a solução de conflitos pelo Poder Judiciário.

Internacionalmente, a solução de conflitos por meio da arbitragem é uma prática muito freqüente. Nos países desenvolvidos, esse procedimento está plenamente inserido na sociedade. A exemplo dessas nações, no Brasil a utilização da arbitragem vem evoluindo, representando uma importante alternativa ao sistema judiciário.

#### 4. CONCLUSÃO

A boa prática dos princípios de Governança Corporativa é, hoje, em todo o mundo, a maior preocupação de todos os profissionais, acadêmicos e pesquisadores, relacionados aos temas finanças corporativas e mercado de capitais.

O tema é novo, amplo e, suas próprias definição e abrangência, poderíamos dizer que, ainda estão se aperfeiçoando nos países desenvolvidos e, em função do processo de globalização, se potencializando nos países em desenvolvimento, como é o caso do Brasil.

Um crescente número de empresas vêm adotando princípios e práticas de Governança Corporativa, difundidos em todo o mundo através de códigos, objetivando satisfazer às novas expectativas dos investidores, que querem participar da gestão estratégica da empresa onde aplicaram seus recursos e, a partir daí, exercer uma efetiva monitoração de seus gestores. Os novos investidores querem transparência na relação com os acionistas minoritários.

Tanto no Brasil como no mundo, o Conselho de Administração é uma importante ferramenta que permite a garantia do controle da propriedade sobre a gestão. Mas para tanto, é preciso que pelo menos parte de seus membros sejam independentes, sem vínculo com a companhia e que por isso analisam as questões com imparcialidade, exercendo suas atividades representando exclusividade os interesses dos acionistas.

A proteção das minorias nas sociedades também vem se refletindo, particularmente no Brasil, na reforma da Lei das Sociedades por Ações, na maioria de seus artigos, ampliando os direitos dos acionistas minoritários, e na criação pela Bovespa de um novo segmento de negociações, o Novo Mercado, no qual são apenas listadas companhias que primem por uma boa governança corporativa e proteção dos investidores minoritários.

A governança corporativa, portanto, é um conjunto de fatores relacionados às sociedades, que visam minimizar conflitos que possam surgir entre os acionistas e entre estes e administradores, protegendo também outras partes

interessadas na companhia, como credores, fornecedores, clientes e a comunidade em geral, na qual a companhia está inserida. O próprio acionista controlador se beneficia com a adoção de uma boa governança na sociedade, uma vez que ela agrega valor administrativo e gerencial à companhia como um todo. Ao final, toda a sociedade será beneficiada não apenas com a continuidade, mas com o melhor desempenho da empresa.

Não há dúvidas de que a Governança Corporativa está mais próxima do cotidiano das empresas, pois tem estado freqüentemente presente na mídia e sendo debatida por públicos cada vez mais amplos, permitindo que estes tomem consciência dos benefícios que proporciona à empresa, melhorando a imagem institucional, aumentando a demanda e valorização das ações, e reduzindo o custo de capital.

Para os investidores a Governança Corporativa permite maior precisão na precificação das ações, melhora o processo de acompanhamento e fiscalização, aumenta a segurança quanto aos seus direitos societários, reduz o risco para o país, canaliza mais poupança para a capitalização das companhias, com vista a viabilizar projetos mais seguros e diversificados, dinamizando a economia, e colaborando para que as empresas se tornem mais fortes e competitivas.

Transparência e credibilidade empresarial estão sendo exigidas cada vez mais no mercado globalizado. As empresas estão sendo obrigadas a adotar uma postura mais ética, baseada em padrões de administração que sejam capazes de proporcionar conforto ao mercado investidor.

No Brasil, o movimento pela adoção de boas práticas de governança corporativa está tomando impulso e já conta com muitas empresas se aliando a esse objetivo. Até mesmo o Banco Central apóia a criação do Novo Mercado, que congregará somente empresas que comprovem boas regras de governança corporativa. O país vive uma grande oportunidade para as empresas abertas e mesmo as de capital fechado que necessitam de recursos para crescer e disputar o mercado globalizado, e agora tem a chance de abrir seu capital e desenvolver-se.

O sucesso do Novo Mercado dependerá da demanda do investidor por práticas de Governança Corporativa, ao pagar um prêmio pelas ações listadas no

Novo Mercado, bem como exigir um desconto quando as ações não estiverem sob tal proteção. Porém, apesar da disposição mostrada pelo mercado para propor soluções, a tarefa é árdua, e o processo de mudança cultural necessário para a sua implantação e consolidação leva tempo, mas ainda não supera a vontade de mudar a situação atual. O Brasil precisa voltar a crescer em níveis compatíveis com o potencial do país, os juros não podem continuar dentre os maiores no ranking mundial das taxas reais, sem justificativas razoáveis para isso; porém sabe-se que o Novo Mercado é condição necessária, mas não suficiente, para se pensar em crescimentos dos ativos do país.

Vários são os benefícios que a empresa tem ao adotar a prática da Governança Corporativa. Entre eles, a redução do custo de capital, que facilita o financiamento de investimentos que permitam o crescimento da empresa. Dando a ela possibilidade de corrigir os rumos em períodos de crise e evitando abusos que possam lesar os acionistas. Isso tudo fortalece o mercado de capitais, ou seja, ajuda o país a investir, crescer, gerar empregos, e ainda torna a empresa apta a sobreviver e evoluir no mundo globalizado.

## 5. REFERÊNCIAS

BARROS, José Roberto Mendonça de. **O Novo Mercado e a Retomada do Crescimento**. Disponível na Internet: <http://www.estadao.com.br>. Acesso em 06.10.2002.

BOLETIM INFORMATIVO. **O futuro do Novo Mercado**. 17 ed. Bovespa SP, 16 de outubro de 2002.

BOVESPA. **Câmara de Arbitragem do Mercado. Novo Mercado Regulamento. Perguntas Frequentes**. Disponível na Internet: [http://www.novomercadobovespa.com.br/nm\\_carbitragem\\_nm.Shtml](http://www.novomercadobovespa.com.br/nm_carbitragem_nm.Shtml). Acesso em: 03.09.2002.

BOVESPA. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, *in* Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais desenvolvidos pela Bolsa de Valores de São Paulo, 2000.

BOVESPA. **Níveis Diferenciados de Governança Corporativa**. Disponível na Internet: [http://www.bovespa.com.br/cias\\_niveisdif.htm](http://www.bovespa.com.br/cias_niveisdif.htm). Acesso em: 03.09.2002.

BOVESPA. **Regulamento de Listagem do Novo Mercado**. Disponível na Internet: <http://www.bovespa.com.br/nm/RegulamentoNMercado.pdf> e <http://www.acvidigal.Com.Br/acv/artigos/at11.htm> . Acesso em 01.10.2002

BRAGA, Gustavo. **Entenda o que é e como funciona o Novo Mercado da Bovespa**. Disponível na Internet: <http://onnews.com.br/exclusivo/>.html Acesso em 01.10.2002.

COSTA, Roberto Teixeira da. **Conselho de Administração – Recomendações Práticas para seu Melhor Funcionamento**. 2 ed. Banco Sul América, março de 1997.

FOGAÇA, Márcio Oliveira. Governança Corporativa. **Gazeta Mercantil**, Curitiba, 29 de maio de 2001, n. 627.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro – Produtos e Serviços**. 14 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.

HALLQVIST, Bengt. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, *in* Revista de Administração – USP, v.35, nº 2, São Paulo, abril/junho 2000.

IBGC, **Governança Corporativa e Boa Governança**. Disponível na Internet: <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo>. Acesso em 03.09.2002.

IBGC, **Novo mercado**. Disponível na Internet: <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo>. Acesso em 03.09.2002.

KLIASS, Paulo. Investidores Institucionais e Governança Corporativa. **Valor Econômico**, em 28.09.2000.

LODI, J. B. O que é Governança Corporativa? **Folha de São Paulo**. 22 de maio de 1998.

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa: o Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa dá Confiança aos Investidores**. Revista Investidor Institucional, outubro de 1999.

LOPES, Mauro Brandão. **O Direito de Preferência do Acionista e a Evolução da Sociedade Anônima no Brasil.** in Revista de Direito Mercantil, nº 19, 1975.

OKSENBERG, Cláudio. **Governança Corporativa: O Poder de Controle na Sociedade Anônima.** Rio de Janeiro, 2000. Dissertação de Mestrado.UFRJ

PALHANO, André e ZAMPIERI, Aline Cuty. **Bovespa: Regras do Novo Mercado.** Disponível na Internet: [http:// www.estadao.com.br/](http://www.estadao.com.br/). Acesso em 27.09.2002.

RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. **Estruturas de Governança e Governança Corporativa: Avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras.** Texto para discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 77, julho de 1999.

ROCCA, Carlos Antonio. Oportunidade que se abre com novo mercado. **Gazeta Mercantil.** Curitiba, 02 de março de 2001, p. A-3.

SANTANA, Maria Helena. O novo Mercado e a Governança Corporativa. **Revista da CVM.** Rio de Janeiro. p 3 a 8.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências no Brasil nos Anos 90, **Revista do BNDES**, v. 5, n. 9, jun. 1998.

TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Sobre o Poder Disciplinar da CVM. **Revista de Direito Mercantil**, n. 43.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **O Conselho de Administração na Sociedade Anônima.** Atlas, São Paulo, 1997.