

GOVERNANÇA CORPORATIVA NO CONTEXTO DAS EMPRESAS NO BRASIL: REFLEXÕES SOBRE UM SISTEMA DE MENSURAÇÃO DE DESEMPENHO CORPORATIVO

Wilson Toshio Nakamura
Alexandre Peres Mandaji

Resumo:

O presente estudo trata de alguns dos principais fundamentos de governança corporativa desenvolvidos no campo da teoria e aplicados na prática. Particular ênfase foi dada ao papel dos conselhos de administração nas corporações de capital aberto. Observamos que existe uma tendência de cada vez maior cobrança sobre os conselhos de administração na medida em que o capital votante da empresa é formado por grandes investidores (fundos de pensão e fundos de investimento) e em que aumenta a competição nos mercados em que a empresa atua. Destacamos o quadro da governança corporativa no contexto de empresas que atuam no Brasil, sugerindo um sistema de mensuração de desempenho corporativo.

Palavras-chave:

Área temática: *A Medição de Desempenho Gerencial*

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NO CONTEXTO DAS EMPRESAS NO
BRASIL: REFLEXÕES SOBRE UM SISTEMA DE MENSURAÇÃO DE
DESEMPENHO CORPORATIVO**

Wilson Toshio Nakamura, Doutor em Administração pela FEA-USP e
Alexandre Peres Mandaji, Mestrando em Administração de Empresas pela
Universidade Presbiteriana Mackenzie
Universidade Presbiteriana Mackenzie
Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas
Rua da Consolação, 896 – 6º. andar
01302-907 – São Paulo – SP
wtnakamura@uol.com.br
Professor em tempo integral

Área temática: A Medição de Desempenho Gerencial

GOVERNANÇA CORPORATIVA NO CONTEXTO DAS EMPRESAS NO BRASIL: REFLEXÕES SOBRE UM SISTEMA DE MENSURAÇÃO DE DESEMPENHO CORPORATIVO

Área temática: Mensuração do Desempenho Gerencial

Resumo

O presente estudo trata de alguns dos principais fundamentos de governança corporativa desenvolvidos no campo da teoria e aplicados na prática. Particular ênfase foi dada ao papel dos conselhos de administração nas corporações de capital aberto. Observamos que existe uma tendência de cada vez maior “cobrança” sobre os conselhos de administração na medida em que o capital votante da empresa é formado por grandes investidores (fundos de pensão e fundos de investimento) e em que aumenta a competição nos mercados em que a empresa atua. Destacamos o quadro da governança corporativa no contexto de empresas que atuam no Brasil, sugerindo um sistema de mensuração de desempenho corporativo.

1. INTRODUÇÃO

O contexto de fusões e aquisições, em todo o mundo, tem propiciado uma rica e crescente abordagem sobre governança corporativa (Weston, Chung e Siu, 1998).

E não apenas fusões e aquisições. Nos últimos 15 anos, programas de privatizações têm transformado a paisagem econômica em países ao redor do mundo, transferindo cerca de um trilhão de dólares em patrimônios de empresas controladas pelo estado para as mãos da iniciativa privada (Dyck, 2001).

Além disso, as crises por que passaram grandes corporações mundiais, a pressão dos investidores institucionais e órgãos privados como o Institute of Directors (IoD, Inglaterra), o Conference Board (Estados Unidos) e a NACD (National of Corporate Directors, Estados Unidos) fazem aumentar a exigência de clareza, e transparência na prestação de contas e informações (Lodi, 2000).

Este trabalho tem por objetivo explorar o tema governança corporativa em seus diversos aspectos, a partir da exploração de literatura existente sobre o assunto.

São apresentados e inevitavelmente comparados os modelos clássicos americano e nipo-germânico, bem como a recente evolução do tema no Brasil. Finalmente, propomos quais devem ser os principais desafios e tendências dos conselhos de administração e dos sistemas de governança corporativa.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. A gênese da governança corporativa

Em sua obra “Sociedade Pós Capitalista” de 1993 (Edição Brasileira de 1999, Editora Pioneira), Peter Drucker referencia como um dos livros mais importantes do século vinte, a obra “The Moderny Corporation and Private Property”, de Adolph A. Berle e Gardner Means, publicado em 1932, onde é salientado que, numa grande corporação, os proprietários legais, os acionistas, não estavam mais aptos ou dispostos a controlar e a alta gerência profissional exercia o controle sem serem proprietários.

Oksenberg (1999), também comenta a importante obra de Berle e Means como a gênese da governança corporativa, chegando mesmo a citar que essa nova terminologia seria “uma nova roupagem às velhas questões”.

Diante dessa teoria, portanto, os diretores são agentes dos proprietários. Mas, na prática, os profissionais contratados para a gestão do negócio podem controlar a empresa sob seus próprios interesses.

Surgem então os conflitos de interesses entre proprietários e gestores, ou problemas de agência. Para lidar com problemas de agência, ocorrem gastos adicionais de controle, conhecidos como custos de agência.

Tradicionalmente, governança corporativa tem focado o problema da separação de propriedade por parte dos acionistas e controle dos gestores.

Ressalte-se apenas, que nem sempre ocorre a separação entre controle a propriedade. Uma grande quantidade de ações pode possibilitar o efetivo controle mesmo quando não se é o proprietário majoritário. Seguindo esse raciocínio, Brealey e Myers (2000) citam os exemplos de Bill Gates, proprietário de mais de 20% da Microsoft e os descendentes de Henry Ford que ainda detêm boa parte das ações da Ford Motor Company.

Mas, a despeito desses exemplos, que podem ser considerados como uma exceção no mercado de ações americano, a concentração de propriedade é muito menor nos Estados Unidos quando comparada com outros países, como no caso do Japão e Alemanha, que serão tratados posteriormente neste trabalho.

2.2. O modelo norte-americano de governança corporativa

É de extrema relevância, ao apresentar qualquer trabalho versando sobre os princípios de governança corporativa, comentar e detalhar o modelo americano (ou anglo-saxão), em face da incontestável força do mercado de capitais daquele país.

Trata-se, afinal, de um ambiente competitivo, onde existem grandes blocos de ações administrados por fundos de pensão e fundos de investimentos, acionistas minoritários ativos e exigentes, investidores institucionais, escritórios de advocacia agressivos aliados a uma natureza geralmente litigiosa da sociedade (Lodi, 2000).

2.3. Propriedade “pulverizada”

Nos Estados Unidos, o sistema de governança corporativa emergiu das companhias públicas de responsabilidade limitada, onde a propriedade foi largamente “pulverizada” pela posse de ações de inúmeros acionistas individuais. O crescimento desta forma de propriedade pulverizada reflete algumas vantagens distintivas.

Sob responsabilidade limitada, o investidor poderia perder não mais do que teria sido pago pela participação acionária da companhia (aliás, esse é o princípio básico das sociedades anônimas, em que o acionista tem limitado suas perdas à participação na empresa).

Conforme Oksenberg (1999), as sociedades anônimas surgiram como uma necessidade que a economia capitalista em evolução tinha de encontrar formas de associação de riquezas que fossem adequadas aos investimentos que viessem a ser realizados. Nos dizeres de Ascarelli (apud Oksenberg, 1999), são as duas principais características das sociedades anônimas, surgidas para possibilitar esses investimentos, (1) a responsabilidade limitada dos inversores e (2) a divisão do capital social da companhia em ações, passíveis de serem negociadas.

Tendo em vista a pulverização das participações acionárias, sendo os investimentos relativamente pequenos, então o investidor individual pode obter o benefício da diversificação. O modelo de precificação de patrimônios sustenta que a diversificação possibilita ao investidor ignorar o risco de companhias individuais para em contrapartida ganhar uma taxa de mercado livre de risco mais um prêmio ponderado pelo risco sistemático (Weston et al, 1998).

Além disso, as participações acionárias das corporações são prontamente compradas e vendidas, num mercado que proporciona uma relativa liquidez.

Mais uma característica da dispersão da propriedade, nos Estados Unidos, de acordo com uma tradicional legislação do ano de 1933, bancos e seguradoras possuem limitações quanto à compra de grandes posições individuais em corporações. Em contraste, o sistema que se fortaleceu na Alemanha e Japão, conforme será exposto posteriormente, foi baseado em grandes participações por parte de bancos e seguradoras.

Diante do contexto americano de elevada pulverização da propriedade, seria normalmente aceito o fato de que o mercado por si só regularia as questões de governança, sendo priorizadas por parte dos acionistas as administrações mais eficazes e competitivas.

Mas apesar disso, às vezes a efetividade do sistema de governança corporativa tem sido questionada. Para compreender esta questão, os autores Weston, Chung e Siu (1998) comentam a teoria dos contratos, que trata da natureza das firmas, e que especifica o papel de vários participantes, ou *stakeholders* (trabalhadores, diretores, proprietários credores), definindo seus direitos e obrigações sob várias condições.

A natureza contratual de uma empresa implica na existência de múltiplos *stakeholders*. E os interesses dos *stakeholders* devem ser harmonizados para obter-se eficiência e maximização do valor. Aliás, a maioria dos participantes de contratos recebem compensações. Por exemplo, credores recebem juros além dos esperados pagamentos dos principais, trabalhadores recebem

salários, e mais recentemente, têm sido remunerados, em parte, com ações ordinárias da empresa em planos ESOPs (*Employee Share Ownership Plan*, ou plano de propriedade de ações para empregados).

Embora os contratos estabeleçam direitos e deveres dos *stakeholders*, potenciais conflitos de interesse podem ocorrer. Os contratos são incapazes de levar em conta tantas possibilidades de mudanças que desenvolveram-se com o passar do tempo (Weston et al, 1998).

2.4. Instrumentos internos de controle

Prosseguindo com a análise do modelo de governança corporativa nos Estados Unidos, são abordados a seguir, os instrumentos internos de controle.

2.4.1 Os conselhos de administração

Teoricamente, sob condições de propriedade difusa, os *shareholders* elegem o conselho de administração para representar seus interesses. Mas esta questão da representação não tem sido totalmente resolvida, segundo Weston, Chung e Siu (1998).

O monitoramento por parte dos conselhos de administração pode lidar com alguns problemas de governança corporativa. Conforme Weston, Chung e Siu (1998), entretanto, existe também a visão de que os conselhos são ineficientes ao reconhecer os problemas das empresas e tomar uma posição quando problemas sérios precisam ser resolvidos (Jensen, 1986). Segundo este ponto de vista, as formas de controle externo assim como os *takeovers* (aquisição de uma sociedade por outra, normalmente considerados hostis, como uma forma de tomar o controle e substituir a administração) multiplicaram-se por causa de falhas dos conselhos. Pound (1992), também menciona “as transações hostis” da década de 1980 com tomadas de controle baseadas nas finanças.

Salmon (1993), explica que as duas atribuições cruciais dos conselhos de administração – supervisão da estratégia de longo prazo da empresa e seleção, avaliação e remuneração da alta administração – reduziram-se a mero controle de danos durante a década de 1980. Atualmente, continua Salmon, os conselheiros recebem mais informações, exigem mais explicações sobre as decisões gerenciais e levam mais a sério suas atribuições.

Para Lodi (2000), a principal responsabilidade do conselho de administração é determinar a estratégia mais ampla da companhia e assegurar a sua implementação. Para tanto são necessários, além de líderes qualificados no controle das operações, conselheiros qualificados e independentes.

De fato, sob o ponto de vista de que cada vez mais os conselhos de administração têm um compromisso com a estratégia mais ampla (ou de longo prazo), os conselheiros externos passam a dispor de recursos e de autonomia para monitorar o desempenho da alta gerência e alterar a trajetória estratégica da empresa, caso seu desempenho não corresponda às expectativas do conselho de administração; e, em situações extremas, para mudar a própria liderança da empresa (Lorsch, 1995).

2.4.2 Composição do conselho de administração.

Segundo uma análise dos quarenta e nove “Códigos de Melhores Práticas” feita por Lodi (2000), esses documentos que preceituam as boas práticas de governança corporativa têm pontos em comum, relativamente à composição do conselho de administração: (1) O presidente do conselho (conhecido também por *chairman*) não deve ser o presidente da empresa (CEO). (2) Deve existir uma maioria de conselheiros externos sobre conselheiros acionistas. (3) Os conselheiros externos devem ser oriundos do mercado, em vez de ex-diretores da empresa. (4) Os conselheiros externos não devem apresentar qualquer conflito de interesses ou negócios com a empresa, como por exemplo o caso de fornecedores, distribuidores, ou mesmo laços de amizade com o presidente da empresa.

Weston, Chung e Siu (1998), sustentam que conselheiros externos possuem um grande papel de monitoramento do gerenciamento comparado com os diretores internos. Os mesmos autores mencionam um estudo de Weisbach (1988), onde fora testada a hipótese de que conselheiros externos e internos têm um comportamento diferente entre si com relação ao monitoramento da gestão do negócio, e cujo estudo apontou que, nas empresas com conselhos de administração com predomínio de membros externos eram significativamente mais efetivos, do que aqueles com predomínio de membros internos, para substituir o CEO.

Se a independência do conselho de administração parece ser fundamental para o seu desempenho em alinhamento com o interesse dos acionistas, por outro lado, verifica-se que 80% das empresas americanas onde há conselho, o seu *chairman* ainda acumula a presidência da empresa, o que não é um bom indicador de independência do conselho (Lodi, 2000).

2.4.3 Remuneração dos membros do conselho de administração.

Uma bem estruturada sistemática de remuneração parece colaborar com a solução de parte dos problemas até então apontados, pois se de um lado a remuneração de conselheiros é um fenômeno relativamente recente (ainda são muito comuns remuneração de caráter simbólico), por outro lado a crescente responsabilidade e pressões já mencionadas anteriormente parecem influenciar uma tendência de remuneração.

E se remuneração é um importante fator de incentivo, uma remuneração feita por meio de opções de ações da empresa parecem permitir um alinhamento mais adequado entre os interesses do conselheiro e os interesses dos acionistas.

2.4.4 Avaliação dos conselhos de administração

Weston et al (1998) e Lodi (2000) referem-se a um trabalho realizado em 1996 pelo periódico Business Week, sob o título “*The Best & Worst Boards*”, onde os conselhos são avaliados em função de sua proximidade com um elenco de recomendações, a saber: (1) Avaliação anual de performance do CEO. (2) Remuneração do CEO em função de critérios claros de performance. (3) Revisão e avaliação estratégica e planos operacionais. (4) Remuneração

dos conselheiros através de opções de ações. (5) Não mais do que três “*insiders*”, isto é, membros da empresa atuando nos conselhos de administração. (6) Eleições a cada ano e aposentadoria compulsória aos 70 anos de idade. (7) Comitês-chaves, compostos de conselheiros externos. (8) Limitação no número de conselhos de administração que um conselheiro participe e proibição à participação “cruzada” entre conselheiros. (9) Desqualificar qualquer um que receba honorários ou gratificações da companhia que não a remuneração específica do conselheiro.

2.5. Instrumentos externos de controle

Paralelamente a instrumentos internos de controle, externamente também existem outros instrumentos de controle. Weston et al (1998) destacam com ênfase, o preço das ações e investidores institucionais.

Em um trabalho realizado em 1998 no mesmo ano por Warner, Watts e Wruck, (apud Weston et al, 1998) onde fora investigado o relacionamento entre a performance do preço das ações e as subseqüentes mudanças na alta gerência, incluindo o CEO e o *chairman*, foram analisados os dados relativos a 269 empresas da NYSE (*New York Stock Exchange*) e AMEX (*American Stock Exchange*) no período entre 1963 e 1978. Consistentemente com estudos já realizados em relação a mudanças de CEOs realizados por Coughlan e Schmidt em 1985 e Weisbach em 1988, WWW identificaram que a baixa performance do preço das ações estavam relacionados com o aumento da taxa de rotatividade da alta gerência. WWW também identificaram evidências de instrumentos de controle tais como o monitoramento de detentores de grandes quantidades de ações, competição entre gerentes, assim como disciplina por parte do conselho de administração.

Investidores institucionais também possuem a capacidade e o tamanho para transformar-se em um significativo (e crescente) fator de influência dos princípios de governança corporativa (Weston et al, 1998).

O FER (*The Financial Economists Roundtable*), uma entidade que reúne economistas financeiros, em artigo publicado no periódico *The Financier* (Burr Ridge, 1999), estima que a propriedade de ações ordinárias das companhias abertas, por parte de Instituições financeiras e investidores institucionais, cresceu de um total de 6 por cento em 1950 para 47 por cento ao final de 1996.

Segundo as mesmas estimativas, em 1999 essas instituições detinham cerca de 50% das ações das mil maiores companhias americanas, sendo que, coletivamente, detêm mais de 50 por cento das ações em dois terços dessas companhias. Resume Ridge que atualmente, tais investidores são atualmente os maiores “*shareholders*” (acionistas) nos Estados Unidos.

Assim, o aumento da propriedade de ações ordinárias por parte de investidores institucionais e instituições financeiras tem o potencial de aumentar a efetividade dos princípios de governança corporativa e diminuir os problemas criados pela separação da propriedade e o controle em grandes corporações, sendo seu primeiro objetivo nesse contexto, a maximização do valor econômico em favor dos acionistas (e seus beneficiários).

Embora a maioria dos investidores internacionais não pretenda participar dos conselhos de administração (Lorsch, 1995), estes tendem a exercer

pressão sobre os conselhos de administração, questionando a gerência. Mesmo os meios de comunicação também sofrem pressão dos investidores institucionais para também questionar as gerências.

Em artigo publicado igualmente em 1995, Donaldson, corrobora com o fato das pressões crescentes sobre os conselhos de administração se deverem a inúmeras ações movidas por acionistas, pelo custo crescente do seguro de responsabilidade civil de conselheiros e diretores, pela pressão de detentores de grandes blocos de ações (fundos de pensão e fundos de investimentos), das autoridades judiciais e reguladoras e da imprensa financeira – todos demandando uma atuação mais ativa dos conselhos de administração.

2.6. O modelo alternativo de governança corporativa, o nipo-germânico

O modelo de governança corporativa nipo-germânico, que predomina no Japão, na Alemanha e na maioria dos países da Europa continental tem por característica a propriedade mais concentrada e muitas participações acionárias são de longo prazo. Ocorre comumente o sistema de participações acionárias cruzadas. Os Bancos usam participações acionárias para fortalecer as relações comerciais com clientes.

Nesse sistema, em que a liquidez não é priorizada, os acionistas reduzem o seu risco, colhendo as informações necessárias às suas decisões junto às administrações (Lethbridge, 1997).

Claramente a distância entre propriedade e controle é muito menor na Alemanha do que nos Estados Unidos. Por outro lado, investidores externos têm muito menos influência na Alemanha do que nos Estados Unidos (Brealey e Myers, 2000).

O perfil do proprietário das empresas alemãs, que captam recursos junto a bancos, tende a ser comparado como o de um investidor mais conservador, quando esta comparação é feita com as empresas americanas, que captam recursos através de títulos no mercado, onde via de regra o acionista tende a ser mais exigente quanto ao lucro.

A partir de meados dos anos 90, como reação às demissões provocadas pela reestruturação da indústria em movimentos como a reengenharia, ao grande aumento da lucratividade das empresas e dos salários de seus principais executivos e à ampliação das desigualdades sociais, passa-se a questionar nos Estados Unidos em certos segmentos da sociedade os modelos de governança que se limitam a considerar como partes envolvidas somente os acionistas e a administração, com esta priorizando a criação de valor para os primeiros, em vez de repartir os ganhos das empresas entre um conjunto mais amplo de agentes impactados por suas atividades. Nesta fase, como na primeira, voltam a adquirir força as comparações sistêmicas feitas por críticos do modelo de governança anglo-saxão que consideram o modelo nipo-germânico superior (Lethbridge, 1997).

Há que se considerar ainda, conforme preceituam Corrêa e Vieira (1999) que a manutenção do modelo clássico alemão dependerá da atuação do governo daquele país, já que a pressão dos mercados internacionais e mesmo de grandes investidores alemães ocorre no sentido da desregulamentação, no intuito de permitir aos agentes uma liberdade maior na busca de uma valorização maximizada.

Portanto, quando comparados os modelos anglo-saxão e nipo-germânico, aparentemente cada vez mais ambos se assemelham graças a uma tendência de convergência em direção ao modelo anglo-saxão, notadamente quanto às práticas que visam maximizar o valor do acionista.

3. Governança corporativa no Brasil

Ainda que o mercado de capitais no Brasil seja considerado pouco expressivo quando comparado com outros países, e principalmente com os Estados Unidos, o cenário de governança corporativa vem se transformando rapidamente, conforme expõe Lodi (2000).

Durante os anos 50 e 60 a presença do acionista majoritário e da empresa familiar são fortes. Nos anos 70 surgem os primeiros conselhos de administração com sinais de profissionalização e divisão de poder entre acionistas e profissionais de gestão. Em 1976 surge a primeira Lei das Sociedades Anônimas (no. 6.404), tornando legal a prática dos conselhos. Nos anos 80 surgem os fundos de pensão, fundos de investimentos, a atuação da Bolsa de Valores de São Paulo e do Rio de Janeiro, da Comissão de Valores Mobiliários e do Conselho de Defesa Econômica (CADE).

Nos anos 90, com o curso de um processo de abertura da economia, privatizações, incremento do capital estrangeiro e aportes de investidores institucionais, avançam os controles e aperfeiçoam-se as instituições, notadamente os conselhos de administração.

Conforme Oksenberg (1999), a necessidade de atrair investimentos e sobreviver num mercado cada vez mais competitivo, afeta a estrutura de administração das empresas brasileiras, transformando essa mesma estrutura numa espécie de ativo que pode fazer com que a companhia seja mais valorizada no mercado, pois aos investidores institucionais não interessa aplicar seus recursos em qualquer sociedade para se tornarem reféns de acionistas majoritários, os quais detêm poder de controle para deliberar e aprovar quaisquer matérias nas assembleias gerais sem necessitar da aprovação destes investidores.

Surgem, a cada dia com mais frequência, evidências de senso comum acerca da evolução e futuro da governança corporativa no Brasil, como pode ser observado nos meios de comunicação:

Segundo o jornal O Estado de São Paulo, em matéria de 15.09.2000, a governança corporativa será incluída entre os critérios de avaliação para apoio a projetos, a serem feitos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Eleazar de Carvalho, diretor da subsidiária de participação do BNDES, a BNDESPar, argumenta que “há um interesse enorme de parte de grandes investidores estrangeiros por ações de empresas brasileiras”, mas que ao mesmo tempo eles temem a falta de proteção aos acionistas minoritários.

Em outra reportagem abordando a iniciativa do BNDES, os jornalistas Sônia Araripe e Paulo Cabral (31.10.2000), esclarecem que para conseguir o financiamento para o Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas, a empresa precisará definir em seu estatuto várias práticas de boa governança corporativa, como abrir o capital, emitir apenas ações ordinárias (ON, com direito a voto); adotar critérios de contabilidade com padrões internacionais;

pagar o valor econômico da companhia aos acionistas em caso de fechamento de capital e implantar um plano de opção de compra de ações para os empregados.

Conforme artigo de Otaviano Canuto publicado pelo Jornal Valor em 24.10.2000, além de estímulos a serem embutidos no financiamento pelo BNDES, já foi anunciada a intenção, por parte daquele órgão, de favorecer a aplicação de fundos de pensão e seguradoras em empresas que exibam transparência e tratamento paritário entre os investidores majoritários e minoritários.

Neste mesmo artigo, Canuto apresenta o resultado de uma pesquisa feita pela McKinsey & Company, feita em março e abril de 2000 junto a investidores institucionais internacionais, administradores de um patrimônio de US\$ 1,7 bilhão. Entre as noventa respostas da pesquisa, 70% já investem na América Latina ou já investiram. A resposta da pesquisa apontou para a existência de um prêmio, pago como compensação pela representação dos interesses dos investidores na gestão da empresa. A esta representação, tida como uma boa governança corporativa, a pesquisa apontou que as empresas podem elevar seu valor de mercado em até 22,90%.

Em outro fato divulgado pelos meios de comunicação, no discurso proferido pelo ex-Ministro de Desenvolvimento, Indústria e Comércio, Sr. Alcides Tápias, realizado no seminário *Brasil em Exame*, no dia 26.10.2000 relata-se que dentre as condições favoráveis para o desenvolvimento brasileiro, talvez a mais importante seja uma mudança radical no sentido de perceber-se a necessidade de maior poupança e da percepção por parte das companhias, de que elas precisam muito do mercado de capitais, e que por sua vez essa percepção muda o comportamento e posturas, em busca de transparência e da democratização na governança corporativa.

Segundo divulgado pelos representantes da BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo, fruto do crescimento dos mercados de capitais e decorrente da liberação dos investidores em carteiras nos países desenvolvidos e emergentes, no Brasil, “parte significativa das companhias abertas já se empenha em oferecer aos seus investidores melhorias nas práticas de governança e de transparência.”

A BOVESPA ressalta, entretanto, que essas mudanças têm sido adotadas com pouca visibilidade por parte das empresas, visto serem resultado de esforços individuais.

Mas se de um lado observa-se atitudes por parte de entidades tais como o BNDES ou a BOVESPA, por outro lado percebe-se efetivamente a necessidade de que tais esforços sejam incrementados, pois a rigor, conforme relatam Corrêa e Vieira (1999) as principais características do mercado de capitais brasileiro são (i) o alto grau de concentração da propriedade das ações (notadamente aquelas com direito a voto); (ii) os altos custos de manutenção da estrutura de capital aberta; (iii) a precária proteção aos acionistas minoritários; e (iv) a baixa liquidez.

4. Mensuração de desempenho corporativo

Diante da crescente necessidade de se investir num sistema de governança corporativa que atenda aos interesses mínimos dos acionistas majoritários e minoritários da empresa, entendemos que deve ser criado um modelo de governo estratégico na empresa que conte com um forte envolvimento do Conselho de Administração, mas também do Conselho Fiscal e da Auditoria Independente.

Tal modelo de governo estratégico deve prever a utilização de um conjunto de informações corporativas, que enfatize as variáveis estratégicas (*drivers* estratégicos) que afetam de modo fundamental o desempenho da empresa numa perspectiva de longo prazo.

A escolha dos *drivers* estratégicos tende a variar de empresa para empresa, podendo também haver substituição dos mesmos ao longo do tempo em função das mudanças de enfoque do ponto de vista de gestão estratégica da empresa. Tais variáveis podem ser de natureza quantitativa ou qualitativa, sendo que as variáveis quantitativas podem ser financeiras e não-financeiras.

O uso de uma administração baseada em valor ou então a implantação de um sistema de *balanced scorecard* pode facilitar o trabalho de elaboração periódica de relatórios de governo estratégico. Além disso, tal relatório deve contemplar as políticas financeiras corporativas, principalmente no que se refere a políticas de estrutura de capital e de dividendos. Informações e estudos sobre o custo de capital corporativo também são recomendados, interpretando os níveis correntes de custo de capital e comparando-os com algumas referências mais importantes do mercado.

O bom uso do sistema de governo estratégico tende a facilitar de modo significativo a comunicação e o acompanhamento de desempenho estratégico principalmente entre o Conselho de Administração e a alta administração da empresa.

Com base em tal sistema, os membros do Conselho de Administração, juntamente com o CEO da empresa teriam melhores condições para avaliar a gestão estratégica da empresa com base em suas variáveis fundamentais.

Um sistema de remuneração e compensação, por exemplo baseado em *stock options*, pode tornar mais efetivo o sistema de mensuração de desempenho estratégico da empresa ao nível mais alto da corporação.

5. Conclusão

Parece surgir uma tendência dos conselhos de administração se profissionalizarem cada vez mais, tornando-se independentes e sendo ao mesmo tempo cobrados por parte dos acionistas, seja por atitudes transparentes, pela prestação de informações, e principalmente por resultados.

Além disso, efetivamente, parece ser um grande desafio para os mesmos, participarem da estratégia da empresa, não de uma forma simplesmente fiscalizadora, mas sinérgica, não apenas agindo em face dos interesses dos acionistas, mas também agregando e criando valor para os mesmos de maneira duradoura, de longo prazo.

Surge ainda como um desafio às empresas brasileiras fazer uso dos bons princípios de governança corporativa, com um instrumento de captação de recursos junto aos investidores institucionais, de um lado merecendo tais investimentos pela condição competitiva, e de outro, correspondendo com desempenho, valor ao acionista e transparência, criando desta feita um círculo virtuoso.

Com relação a medidas de incentivo, tais como o Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas, do BNDES, cria-se uma expectativa otimista de que, em as empresas implantando políticas de governança corporativa consigam detonar um processo virtuoso de investimento, bons desempenhos e atendimento às expectativas dos seus acionistas.

Seria oportuno a realização de um estudo amplo a fim de avaliar na realidade brasileira o amadurecimento de práticas de governança corporativa, seja em empresas de capital aberto, porém concentrado, seja em empresas de capital mais pulverizado, seja ainda em empresas cujo controle está nas mãos de dois ou três grandes investidores.

A adoção de um sistema de governo estratégico, envolvendo diretamente o Conselho de Administração da empresa, pode contribuir significativamente para que, ao nível ao nível mais alto da administração corporativa obtenha-se um bom padrão de comunicação organizacional, que por sua vez contribua para que a empresa atinja eficazmente suas metas estratégicas de longo prazo.

6. Referências bibliográficas

- BREADLEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Principles of corporate finance. 6. ed. USA: McGraw-Hill, 2000.
- CORRÊA, Vanessa Petrelli; VIEIRA, Edson Roberto. Aplicações dos fundos de pensão e os ambientes institucionais – a influência da regulação e das estruturas de “corporate governance” e algumas indicações para o caso Brasil. 1999. www.unicamp.gov.br
- DRUCKER, Peter. *Sociedade pós-capitalista*. Trad. Nivaldo Montingelli Jr. São Paulo: Pioneira; São Paulo: Publifolha, 1999.
- SIFFET FILHO, Nelson. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 9, 1998.
- LETHBRIDGE, Eric. Governança corporativa. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n.8, 1997.
- LODI, João Bosco. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- NEWMANN, Robert; VOETMANN, Torben. *Does Ownership Matter?* Denmark: Institute of International Economics and management, Copenhagen Business School, 1999.
- OKSENBERG, Claudio. *Governança corporativa – o poder de controle na Sociedade Anônima*. 1999. www.ibgc.org.br.
- RABELO, Flavio; SILVEIRA, José Maria. *Estruturas de governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões*

competitivas e financeiras. Texto para Discussão, Instituto de Economia, UNICAMP, n. 77, 1999.

RIDGE, Burr. *Financial Economists Roundtable statement on institutional investors and corporate governance.* Financier, 1999.

SALMON, Walter J.; LORSCH, Jay W; DONALDSON, Gordon. ; POUND, John. *Experiências de governança corporativa: Harvard Business Review on Corporate Governance.* Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

WESTON, Fred; CHUNG, Kwang S.; Siu, Juan A. *Takeovers, restructuring, and corporate governance.* 2. Ed. New Jersey: Prentice-Hall, 1998.