

1

MOTIVAÇÃO: OS MOTIVOS DEFINEM OS MEIOS



Capítulo 1

Motivação: os motivos definem os meios



PRINCIPAIS MENSAGENS

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

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

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

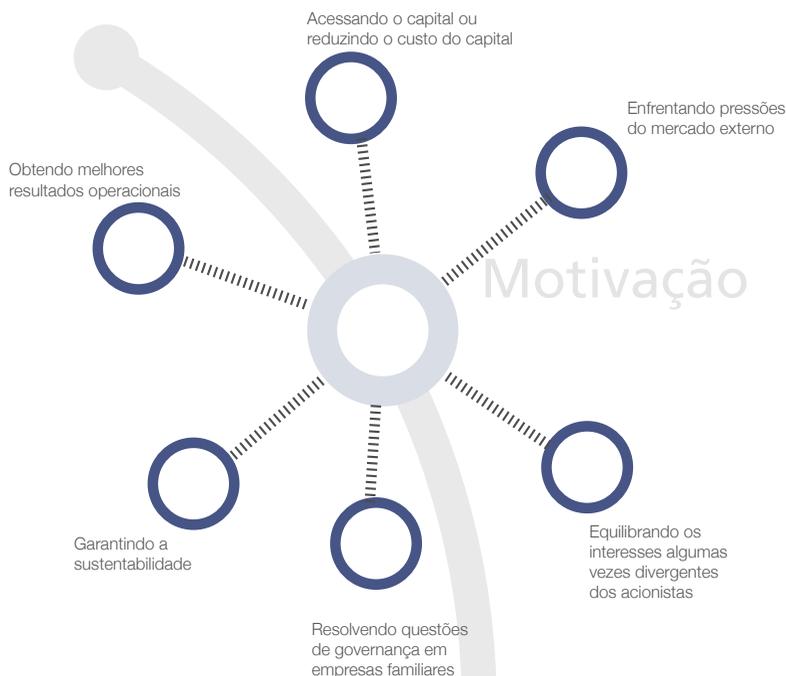
Como em muitos outros aspectos da vida empresarial, as práticas de governança corporativa não devem seguir um princípio único. Ao contrário: a experiência indica que as formas de implementar e obter uma melhor governança podem diferir consideravelmente de país para país e de empresa para empresa, mesmo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

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

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

As experiências das catorze companhias do Círculo¹ revelam uma variedade de motivações e ações. Aqui, os vários fatores de motivação são agrupados em categorias, que são exploradas neste capítulo.

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



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

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

1 Acessando capital ou reduzindo o custo do capital

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



—Roque Benavides, Buenaventura, Presidente Executivo

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

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

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

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

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

A busca pelo “dinheiro dos outros”

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

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

Pensando globalmente, listando localmente — e internacionalmente

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

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

1.1 Boa governança leva a melhores avaliações de mercado

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

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



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

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

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

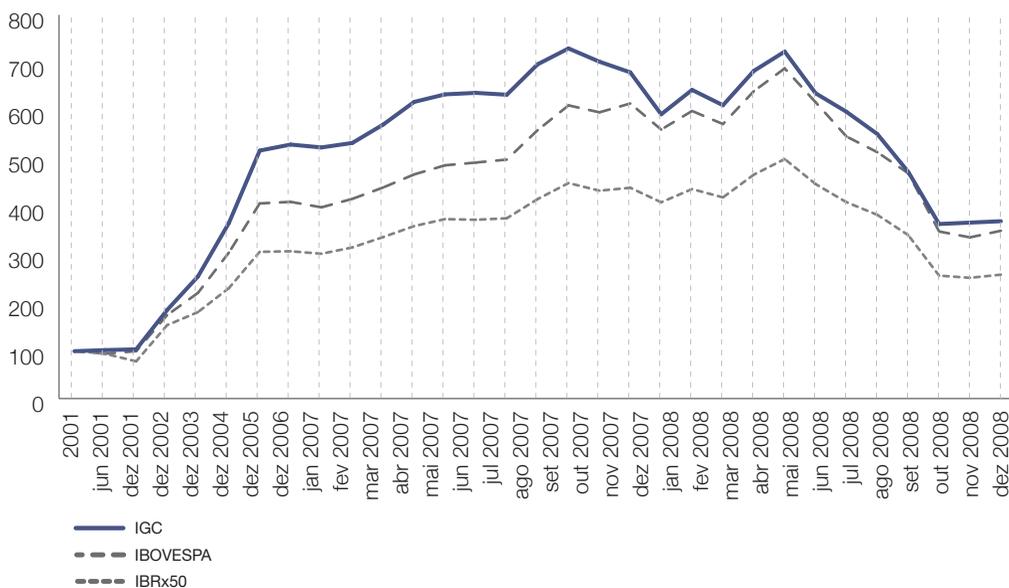
Na Rússia, as empresas que passaram da pior para a melhor classificação em governança corporativa puderam desfrutar de um **aumento de 70.000% no valor da empresa**, de acordo com um estudo de amostra reduzida. Embora um estudo mais amplo talvez não demonstrasse aumentos tão grandes, é evidente a relação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

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

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

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

Figura 1: IGC x IBOVESPA x IBx 50: Desempenho comparativo dos preços das ações⁴



Fonte: Economatica

Melhorias na governança corporativa precedem a entrada na bolsa

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

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

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

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

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

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

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

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

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



—Wilson Ferreira Jr., CPFL Energia, Diretor Presidente

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

1.2 Atraindo e retendo acionistas

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

Capacidade interna insuficiente gera busca por financiamento externo

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

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

Ampliando a base de acionistas

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

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

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

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

A indústria que faz uso de capital intensivo precisa de capital

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

2 Enfrentando e respondendo às pressões do mercado externo

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

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

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

Conformidade com as normas legais e regulatórias

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

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

Ampliando a base de capital

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

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

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

3 Equilibrando os interesses (algumas vezes) divergentes dos acionistas

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

Viabilizando o acordo de acionistas

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

Os acionistas controladores interagiram por meio de três veículos:

- Os grupos Bradesco,¹⁰ Votorantim¹¹ e Camargo Córrea, por meio da VBC Energia
- O Fundo de Pensão dos Funcionários do Banco do Brasil — Previ — por meio de uma empresa chamada 521 Participações
- Os quatro fundos de pensão de empresas estatais — Fundação Cesp, Petros, Sistel e Sabesp — por meio de uma sociedade denominada Bonaire Participações

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

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

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

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

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

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

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

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

¹¹ Em fevereiro de 2008, a Votorantim deixou o grupo de controle.

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

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

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

O Grupo Suzano busca uma valorização do preço das ações

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

Por que isso foi necessário?

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

Como a empresa conseguiu isso?

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

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

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

4 Resolvendo questões de governança em empresas familiares

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

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



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

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

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

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

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

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



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

Transformação da Buenaventura

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

Mudança de gerações na Ferreyros

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

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

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

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

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

A Suzano e o planejamento de sucessão

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

Desafios singulares de uma empresa familiar

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

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

5 Garantindo a sustentabilidade das empresas

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

Perpetuando a empresa e a abordagem para fazer negócios

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

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



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

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

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

¹⁵ BOVESPA. *Como e por que tornar-se uma empresa aberta*. 2004.

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

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

Sustentabilidade por meio de privatização

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

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

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

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

Institucionalizando a empresa

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

5.1 Atraindo e retendo executivos para garantir a implementação de estratégias

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



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

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

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

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

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

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

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

Criando o valor da empresa

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

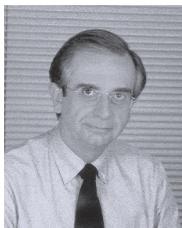
“Tornar-se uma verdadeira organização de grande porte — esse era o sonho de Pery Igel. A empresa conseguiu realizar esse sonho com êxito ao implementar excelentes práticas de governança corporativa.”

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



6 Obtendo melhores resultados operacionais

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



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

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

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

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

¹⁶ BOVESPA. *Como e por que tornar-se uma empresa aberta*. 2004.

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

¹⁸ Alguns exemplos desses estudos são:

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

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

Melhor governança como diferencial competitivo

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

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

Permitindo velocidade nas ações e agilidade na tomada de decisões

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

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

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

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

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

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

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

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

Para reflexão e discussão

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

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

