

UFRRJ
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO ESTRATÉGICA
MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO E ESTRATÉGIA

DISSERTAÇÃO

**Barreiras e benefícios encontrados para adesão dos Níveis Diferenciados
de Governança Corporativa: uma proposta para adesão em um Grupo
Siderúrgico**

Rafael Lopes Ribeiro

2018



**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO ESTRATÉGICA
MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO E ESTRATÉGIA**

**BARREIRAS E BENEFÍCIOS ENCONTRADOS PARA ADESÃO DOS NÍVEIS
DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA PROPOSTA PARA
ADESÃO EM UM GRUPO SIDERÚRGICO**

RAFAEL LOPES RIBEIRO

Sob a Orientação do Professor

Thiago Renault

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Gestão e Estratégia**, no Curso de Pós-Graduação em Gestão e Estratégia, Área de Concentração em Gestão e Estratégia.

Seropédica, RJ

Março de 2018

Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro
Biblioteca Central / Seção de Processamento Técnico

Ficha catalográfica elaborada
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

R484b Ribeiro, Rafael Lopes, 04071982-
Barreiras e benefícios encontrados para adesão dos
Níveis Diferenciados de Governança Corporativa: uma
proposta para adesão em um Grupo Siderúrgico / Rafael
Lopes Ribeiro. - 2018.

82 f.

Orientador: Thiago Borges Renault.
Dissertação (Mestrado). -- Universidade Federal Rural
do Rio de Janeiro, Mestrado Profissional em Gestão e
Estratégia, 2018.

1. Governança corporativa. 2. Governança corporativa
no Brasil. 3. Barreiras e benefícios encontrados para
adesão dos níveis diferenciados de Governança
Corporativa. 4. Análise de Resultados. I. Borges
Renault, Thiago, 1980-, orient. II Universidade
Federal Rural do Rio de Janeiro. Mestrado
Profissional em Gestão e Estratégia III. Título.

MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS – ICSA
MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO E ESTRATÉGIA - MPGE

RAFAEL LOPES RIBEIRO

Dissertação submetida como requisito parcial para a obtenção do grau de **Mestre**, no Programa de Pós-Graduação em Gestão e Estratégia, na área de concentração em Gestão e Estratégia.

DISSERTAÇÃO APROVADA EM: 06/03/2018.



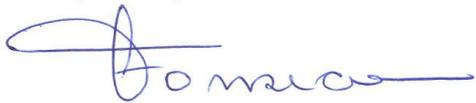
Prof. Dr. Américo da Costa Ramos Filho
Presidente da Banca
Membro interno
MPGE/UFRRJ



Prof. Dr. Thiago Borges Renault
Orientador
Membro interno
MPGE/UFRRJ



Prof. Dr. Sergio Ricardo Yates dos Santos
Membro externo
FAPERJ



Prof. Dr. Marcus Vinicius de Araújo Fonseca
Membro externo
PEP/COPPE/UFRRJ

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pelo dom da vida e de me conceder essa oportunidade.

Ao meu orientador, Thiago Renault, pelo empenho, paciência, amizade e, sobretudo, pela orientação de excelência que me propiciou esse momento ímpar.

À minha mãe Tânia, por me ensinar que devemos sempre ir em busca dos nossos objetivos.

Ao meu pai José Augusto, por ser um exemplo de homem, batalhador e grande amigo.

À minha esposa Thaís, pelo companheirismo, ajuda e dedicação à nossa família.

Aos meus amigos mestrados que me ajudaram muito nos momentos de dificuldades.

A todos os professores da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro que contribuíram grandemente com a ministração de excelentes aulas e no vasto repasse de conhecimento.

“Motivação é a arte de fazer as pessoas
fazerem o que você quer que elas façam
porque elas o querem fazer”.

Dwight Eisenhower

RESUMO

RESUMO

RIBEIRO, Rafael Lopes. **BARREIRAS E BENEFÍCIOS ENCONTRADOS PARA ADESÃO DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA PROPOSTA PARA ADESÃO EM UM GRUPO SIDERÚRGICO**. Seropédica: UFRRJ, 2017. Dissertação (Mestrado Profissional em Gestão e Estratégia). Instituto de Ciências Sociais Aplicadas.

Esta dissertação tem como objetivo principal identificar e apresentar à organização as barreiras e benefícios encontrados acerca das melhores práticas de Governança Corporativa e propor à Companhia a adesão dos níveis de Governança Corporativa da Bovespa. O estudo analisa a percepção do setor de Relação com Investidores de um grande grupo Siderúrgico, descrevendo as barreiras e benefícios encontrados na organização para adesão de melhores práticas de Governança Corporativa confrontando à luz da Teoria sobre o tema. Com tal propósito, foi aplicado um questionário com roteiro estruturado, contendo 21 perguntas abertas, com base no Manual de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, visando coletar a impressão das atividades inerentes à pergunta de pesquisa sobre a ótica: Qual a percepção do setor de Relação com Investidores sobre as barreiras e benefícios encontrados para adesão nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa? Foram realizadas entrevistas em carácter intencional com executivos deste setor, tendo em vista serem os responsáveis por fazer a intermediação empresa/mercado. Tratou-se de um estudo classificado como aplicado e descritivo, que utilizou como metodologia de pesquisa o estudo de caso do tipo único, com instrumentos complementares de coleta de dados como pesquisas bibliográficas e documentais, questionário semiestruturado e observação participante. Os resultados demonstraram as barreiras enfrentadas pela organização para se alcançar níveis diferenciados de Governança Corporativa. As principais barreiras encontradas no estudo foram: forte resistência cultural a mudanças, controle familiar, apego à propriedade e ao controle; emissão apenas de ações ordinárias, impedindo que os acionistas minoritários tenham os mesmos direitos dos majoritários; inexistência de um plano de sucessão, o que pode prejudicar a perenidade da empresa; falta de conhecimento dos funcionários em relação ao tema; problemas de assimetria informacional, pois devido ao tamanho da empresa ocorrem fatos relevantes que somente os gestores dos processos conhecem e não reportam para o mercado. Entre os benefícios mais evidentes quanto à adesão da Governança Corporativa, estão o aumento de transparência, maior valorização de suas ações no mercado financeiro, ampliação de captação de financiamentos, maiores investimentos e, conseqüentemente, crescimento da organização, maior incremento no nível de empregos, trazendo assim, crescimento econômico e financeiro para todos os *stakeholders*. Os resultados qualitativos da pesquisa demonstraram claramente a necessidade da organização mudar a visão estratégica no que tange ao tema e atuar de forma efetiva nestas barreiras. Desse modo, será possível cumprir as exigências do mercado e atingir a meta de migrar do nível tradicional para os níveis diferenciados de Governança Corporativa. Tal mudança é importante, pois aumenta a integração entre empresa, funcionários, acionistas e *stakeholders*, ampliando a capacidade de êxito dos atores envolvidos.

Palavras-chave: governança corporativa, barreiras e benefícios para adesão dos níveis diferenciados, melhores práticas de governança corporativa.

ABSTRACT

RIBEIRO, Rafael Lopes. **BARRIERS AND BENEFITS FOUND TO ACCESS THE DIFFERENTIATED LEVELS OF CORPORATE GOVERNANCE: A PROPOSAL FOR ACCESSION IN A STEEL GROUP.** Seropédica: UFRRJ, 2017. Dissertation (Professional Master in Management and Strategy). Institute of Applied Social Sciences.

This dissertation has as main objective to identify and present to the organization the barriers found on the best practices of Corporate Governance and to propose the Company to the adherence of the levels of Corporate Governance of Bovespa. The study analyzes the perception of the Investor Relations of a large steel group describing the barriers found in the organization for adherence to best Corporate Governance practices confronting the Light of Theory on the topic. With this purpose, a questionnaire was drafted with a structured script, containing 21 open questions based on the Brazilian Institute of Corporate Governance (IBGC) Corporate Governance Manual, aiming at collecting the impression of the activities inherent to the research question about the optics: what is the perception of the Investors Relation on the barriers found for adherence in the differentiated levels of Corporate Governance of Bovespa. Intentional interviews were conducted with executives of this sector, in order to be responsible for doing the business / market intermediation. It was a study classified as applied and descriptive that used as a research methodology the case study of the unique type, with complementary instruments of data collection such as bibliographical and documentary research, semi-structured questionnaire and participant observation. The results demonstrated the barriers faced by the organization to reach differentiated levels of Corporate Governance. The main barriers encountered in the study were strong cultural resistance to change, family control, attachment to property, and control. In addition, the issue of only common shares, preventing minority shareholders from having the same rights as the majority. Absence of a succession plan, which may jeopardize the company's permanence; lack of knowledge of employees on the subject; problems of informational asymmetry, because due to the size of the company occur relevant facts that only process managers know and do not report to the market. Among the most evident benefits of adhering to Corporate Governance are the increase in transparency, greater appreciation of its actions in the financial market, increase in funding, greater investments and consequently increase of the organization, greater increase in the level of jobs, thus, economic and financial growth for all stakeholders. The qualitative results of the research clearly demonstrated the organization's need to change the strategic vision regarding the theme and to act effectively on these barriers. In this way, it will be possible to meet the market requirements and reach the goal of migrating from the traditional level to the differentiated levels of Corporate Governance. Such change is important because it increases the interaction between the company, its workers, the share-holders and stakeholders. In amplifies the success rate of the ones involved

Keywords: corporate governance, barriers to adherence to differentiated levels, best practices in corporate governance.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Síntese dos Princípios da OCDE: uma clara opção pela concepção stakeholders	8
Quadro 2 – Modelos de governança corporativa: uma síntese corporativa	10
Quadro 3 – Sarbanes Oxley <i>versus</i> Legislação Brasileira	15
Quadro 4 – Modelo atual de Governança Corporativa das companhias brasileiras	16
Quadro 5 – Modelo de Governança Corporativa praticado no Brasil: uma síntese das principais características quanto a fontes de financiamento, propriedade, conflitos, proteção a minoritários e liquidez da participação acionária	17
Quadro 6 – Modelo de governança corporativa no Brasil: uma síntese das principais características quanto a fontes de financiamento, propriedade, conflitos, proteção a minoritários e liquidez da participação acionária	17
Quadro 7 – Modelo de governança corporativa praticada no Brasil: uma síntese das principais características, quanto à gestão, aos conselhos, às forças de controle, aos processos e às abrangências do modelo	18
Quadro 8 – Objetivos e princípios básicos da governança corporativa segundo o IBGC	21
Quadro 9 – Melhores práticas de Governança Corporativa (IBGC)	22
Quadro 10 – Recomendações da CVM sobre as assembleias, estrutura acionária e proteção a minoritários	23
Quadro 11 – Listagem de empresas enquadradas no Nível 1 de Governança Corporativa	26
Quadro 12 – Listagem de empresas enquadradas no Nível 2 de Governança Corporativa	28
Quadro 13 – Listagem de empresas enquadradas no Novo Mercado de Governança Corporativa	29
Quadro 14 – Os custos de agência: os atribuíveis aos gestores e os incorridos pelos acionistas	45
Quadro 15 – Modelo de identificação dos sujeitos de pesquisa, quanto as suas características	49
Quadro 16 – Resumo das respostas obtidas através das entrevistas com os funcionários da companhia	61

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Limites de aplicação de fundos de pensão em Renda Variável	24
Tabela 2 – Histórico de abertura de capital entre 2004 e 2010 em número de empresas	33
Tabela 3 – Evolução do IGC	34
Tabela 4 – Custo da emissão de R\$100 milhões em ações no Brasil	36
Tabela 5 – Custo anual de Manutenção no Novo Mercado	38

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Governança corporativa em diferentes agrupamentos conceituais: a amarração a quatro valores fundamentais	7
Figura 2 – Evolução do IDGC <i>versus</i> Ibovespa	35

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BM&F - Bolsa de Mercadorias & Futuros

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

CEO - Presidente da Diretoria Executiva

CFO - Chief Financial Officer

CMN - Conselho Monetário Nacional

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

EXIMBANK - Banco de importação e exportação

FASB - Financial Accounting Standards Board

GC - Governança Corporativa

IASB - Conselho de Normas Internacionais de Contabilidade

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IGCD - Índice de ações com Governança Corporativa Diferenciada

IPOs - Ofertas Públicas Iniciais

IRTs - Informações Trimestrais

N1GC - Nível 1 de Governança Corporativa

N2GC - Nível 2 de Governança Corporativa

NM - Novo Mercado

OCDE - Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económico

PCAOB - Public Company Accounting Oversight Board

SAs - Sociedades Anônimas

SEC - Securities and Exchange Commission

SPC - Secretaria de Previdência Complementar

US GAAP - Princípios de Contabilidade geralmente aceitos nos Estados Unidos da América

SUMÁRIO

CAPÍTULO I	1
1 INTRODUÇÃO	1
1.1 Contextualização	2
1.1.1 Caracterização da organização e do ambiente	2
1.1.2 Dados e/ou informações que dimensionam a problemática	2
1.1.3 Problema de pesquisa	2
1.2 Suposição	3
1.3 Objetivos da pesquisa	4
1.4 Justificativas do Estudo	4
CAPÍTULO II	5
2 REFERENCIAL TEÓRICO	5
2.1 Governança Corporativa	5
2.1.1 Os valores de Governança Corporativa	6
2.1.2 Os Princípios da Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico OCDE	7
2.1.3 Modelos de governança corporativa	9
2.1.4 Lei Sarbanes Oxley	11
<i>2.1.4.1 Aplicação da Lei Sarbanes Oxley</i>	13
<i>2.1.4.2 Regulamentação da Lei Sarbanes Oxley</i>	13
<i>2.1.4.3 Sarbanes-Oxley no Brasil</i>	14
2.2 Governança Corporativa no Brasil	16
2.2.1 A Nova Lei das S.A.s	19
2.2.2 Código de boas práticas de Governança Corporativa do IBGC e cartilha da CVM de melhores práticas	20
2.2.3 O papel do BNDES, Fundos de Pensão e do Conselho Monetário Nacional	24
2.2.4 Nível 1, nível 2 e Novo Mercado	25

2.2.4.1 <i>Nível 1</i>	25
2.2.4.2 <i>Nível 2</i>	27
2.2.4.3 <i>Novo Mercado</i>	28
2.2.5 Benefícios da Governança Corporativa no Brasil	33
2.3 Barreiras Encontradas para Adesão de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa	35
2.3.1 Custos da Governança Corporativa no Brasil	35
2.3.2 Assimetria Informacional	40
2.3.3 Teoria da Agência	41
CAPÍTULO III	46
3 METODOLOGIA	46
3.1 Delineamento da Pesquisa	46
3.2 Técnicas de Coleta de Dados	47
3.3 Objetivo Primário da Pesquisa	47
3.4 Justificativas Práticas e Teóricas	48
3.4.1 Relevância	48
3.4.2 Oportunidade da questão de pesquisa	48
3.4.3 Viabilidade da proposta	48
3.5 Etapas do Planejamento da Pesquisa	48
3.5.1 Fontes de dados	48
3.5.2 Plano de amostragem e métodos de contato	48
3.5.3 Plano de coleta de dados	49
3.5.4 Técnica de análise dos dados coletados	50
3.5.5 Limitações do método e ferramentas de pesquisa	50
CAPÍTULO IV	51
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS DA PESQUISA	51

CAPÍTULO V	70
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	70
REFERÊNCIAS	72
APÊNDICE A – PROTOCOLO DE PESQUISA	76
APÊNDICE B – ROTEIRO DE PERGUNTAS AOS PROFISSIONAIS	79
ANEXO A – Termo de Consentimento Livre e Esclarecido	82

CAPÍTULO I

1 INTRODUÇÃO

O crescimento e desenvolvimento dos setores agropecuário, industrial, comercial e de serviços, principalmente a partir da segunda metade do século XX, trouxeram inúmeras mudanças para o ambiente empresarial, destacando-se o aperfeiçoamento e a reconfiguração dos modelos de gestão, fundamentados em mecanismos cada vez mais eficientes, nos quais os objetivos pré-definidos pela corporação são perseguidos, permanentemente e com responsabilidade social, em prol da continuidade e prosperidade do negócio.

Nesse patamar, encontra-se a Governança Corporativa, um sistema de decisões e práticas de gestão voltado para a determinação e controle do desempenho e direção estratégica das corporações. Por isso, a busca da redução de riscos internos e externos inerentes ao negócio, o gerenciamento de interesses, a redução da volatilidade dos resultados e a conquista da credibilidade dos investidores e da sociedade em geral são aspectos próprios da Governança Corporativa para ampliação das bases estratégicas da criação de valor.

As práticas modernas de governança corporativa trouxeram à tona uma rediscussão sobre o papel do Conselho de Administração das empresas, dos seus executivos e administradores, o que refletiu numa redefinição de responsabilidades, conscientizando essas empresas dos seus direitos e deveres mercantilistas e sociais, que vem contribuindo para o processo de amadurecimento das companhias perante o mercado de capitais.

Consequentemente, a transparência da gestão empresarial e a redução de riscos para os investidores foram os pontos-chave responsáveis pela credibilidade da Governança Corporativa diante do mercado financeiro mundial, conforme destacados por Silva e Zotes (2004, p. 30):

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

Por sua vez, Lima e Terra (2004, p. 2) ressaltam as importâncias práticas de boa governança para o desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento da economia nacional. Segundo os autores, com a redução do risco das empresas no mercado acionário, em decorrência do provimento de maior transparência das informações contábeis e da prática da boa governança corporativa, pressupostamente, maior fatia de poupadores estaria propensa a aplicar seus recursos neste tipo de ativo, o capital das companhias. Logo, é razoável afirmar que a prática da boa governança corporativa é um fator de suma importância ao desenvolvimento no mercado de capitais e, consequentemente, do crescimento econômico nacional.

O tema é de extrema importância no contexto mundial. A Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2004) classifica governança corporativa como um dos instrumentos determinantes do desenvolvimento sustentável, em suas três dimensões: econômica, ambiental e social.

Por essas razões, a Governança Corporativa vem assumindo posição de destaque no mercado como um todo, o qual busca, sucessivamente, um sistema equilibrado de decisões cada vez mais eficiente. Espera-se também que a Governança Corporativa contribua para o bom desempenho dos negócios, proporcionando o sucesso e continuidade das corporações que, por sua vez, são corresponsáveis pelo fortalecimento do mercado de capitais e da economia.

No Brasil, algumas companhias abertas já se empenham em oferecer aos seus investidores melhorias nas práticas de governança corporativa e de transparência. Assim, a adesão aos Níveis de Governança Corporativa da BOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo, representa um esforço das empresas no aperfeiçoamento dos seus mecanismos de governança, melhorando a relação com os investidores e elevando o potencial de valorização da riqueza empresarial.

1.1 Contextualização

1.1.1 Caracterização da organização e do ambiente

A organização pesquisada é caracterizada como uma empresa de grande porte, localizada em diversas regiões do Brasil e do exterior, atuando, predominantemente, no segmento siderúrgico. Por questões confidenciais, não serão mencionados maiores detalhes sobre a empresa.

1.1.2 Dados e/ou informações que dimensionam a problemática

A pesquisa baseia-se numa Sociedade Anônima, com 75 anos de existência e ações negociadas no Brasil e no exterior. A problemática da pesquisa fica clara e evidente quando se percebe que a referida corporação precisa negociar seus valores mobiliários para sobreviver em um mundo globalizado. Para atingir tal intento, é necessário que a empresa se enquadre nas melhores práticas de Governança Corporativa. Dessa forma, é possível gerar confiança dos investidores, de modo a reverter esta confiança em investimentos, gerar valor para companhia, sócios/acionistas e refletir diretamente na economia na qual está inserida, bem como nas demais regiões do país em que a empresa possui filiais.

1.1.3 Problema de pesquisa

A conscientização do mercado de capitais acerca da importância da adoção de boas práticas de governança corporativa começou a ganhar espaço por causa de escândalos financeiros em grandes corporações nos Estados Unidos e na Inglaterra nas décadas de 1980 e 1990. Esses fatos agravaram-se com a culminância, em 2001, do caso Enron e, no ano seguinte, do caso WorldCom, os quais evidenciaram a necessidade de novas práticas de gestão, de maneira a assegurar maior transparência, segurança e credibilidade ao mercado de capitais.

Nos últimos anos, a Governança corporativa tem alcançado notoriedade devido ao efeito positivo sobre o desempenho das organizações.

Srouf (2005), Rogers (2006), Bridger (2006) investigaram essa hipótese e confirmaram em seus estudos a existência de correlação positiva entre a utilização de Melhores Práticas de Governança Corporativa (MPGC) e a geração de valor e retorno aos acionistas.

O presente estudo aborda o tema Governança Corporativa, cujo movimento ainda é recente no país. Somente em 1999 foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), responsável por elaborar o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa. No ano de 2000, o IBGC viria a ganhar força com a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, distribuídos nos níveis 1, 2 e Novo Mercado.

Tais movimentos parecem ter incentivado as empresas brasileiras a aderirem a segmentos diferenciados da BOVESPA. Segundo a referida instituição (2016), a adesão cresceu 65,9% em 2007, saltando de 94 adesões das empresas em 2006 para 156 em 2007. Contudo, observa-se um número elevado de corporações que permanece no nível tradicional, sendo responsáveis apenas por cumprir as regras de listagem da Comissão de Valores Mobiliários.

De acordo com dados da BOVESPA (2016), das 485 empresas listadas até dezembro de 2016, 309 (64%) permanecem no mercado tradicional, enquanto somente 36% estão enquadradas no IGC.

Estudos de La Porta et al. (1997) e Black (2000) revelam que empresas localizadas em países com elevados padrões de proteção a acionistas minoritários possuem maior valor de mercado. Esses aspectos têm conduzido à ideia de que outros benefícios decorrentes dessas práticas, como retorno sobre investimentos, diminuição da exposição de retornos das ações a fatores macroeconômicos e menor custo de capital, são naturalmente agregados a essas empresas. De acordo com La Porta et al. (1997), existe uma correlação positiva entre boas práticas de Governança Corporativa e o desenvolvimento do mercado de capitais. Segundo esses autores, mercados com bons padrões de proteção a investidores são mercados de capitais fortes, o que propicia maior tranquilidade e segurança para os investidores.

Algumas pesquisas têm procurado medir o desempenho superior da carteira de ações de empresas atreladas ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) em relação a outros índices (LIMA; TERRA, 2004; ROGERS, 2006). Nesse sentido, Coutinho, Oliveira e Da Motta (2003) realizaram uma análise comparativa de rentabilidade do IGC em relação a dois índices de mercado: Ibovespa e IBrX-100. Tal análise foi feita por meio de um estudo de evento no qual coletaram os fechamentos semanais dos três índices no período de 06/07/2001 a 31/01/2003, utilizando o Capital Assets Price Model (CAPM). Os resultados revelaram que a carteira composta por ações de empresas que utilizam o IGC apresentou rentabilidade superior em relação aos índices aos quais foram comparados. Os autores concluem que esses resultados podem ser um indício de que é vantajoso para o investidor aplicar em empresas comprometidas com MPGC.

A literatura também descreve algumas barreiras, principalmente a teoria da agência, a assimetria informacional e custos para implementação. Tais teorias são descritas nos próximos capítulos.

A empresa pesquisada está enquadrada no nível tradicional de governança corporativa, diante das barreiras e diversos e relevantes benefícios descritos na literatura acerca das melhores práticas de Governança Corporativa. A não adesão aos níveis diferenciados de GC chama a atenção para as possíveis dificuldades encontradas na organização. Desta forma, será feito um estudo de caso em um grupo siderúrgico. Nesse escopo, buscar-se-á responder à seguinte questão de pesquisa para delinear o estudo: **Quais as Barreiras e Benefícios encontrados para adesão dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA?**

1.2 Suposição

Parte-se da premissa de que, como as empresas assumem o compromisso de serem mais transparentes ao ingressarem nos níveis diferenciados de GC da BOVESPA, além de assumirem outras práticas adicionais de governança, elas estarão fornecendo mais subsídios para o mercado acompanhar as perspectivas dos seus negócios.

Portanto, essas empresas tenderão a assumir uma postura mais proativa para melhorar o seu desempenho já que os resultados alcançados estarão evidenciados nas informações divulgadas ao mercado. Neste contexto, o valor de mercado da empresa tende a aumentar como reflexo do aumento do grau de confiança do investidor na iniciativa da organização em ser mais transparente através de *disclosures* adicionais e outras práticas de governança, gerando boas perspectivas para uma melhor lucratividade.

A empresa pesquisada está enquadrada no nível tradicional de Governança Corporativa. De acordo com Andrade e Rossetti (2009), quanto maior o nível de governança, maior é a transparência e, conseqüentemente, maior será o valor de mercado das empresas.

Diante do exposto, a suposição inicial é que a empresa não adere aos níveis diferenciados de Governança Corporativa em função de diversas barreiras, como elevados custos para adesão, dificuldades internas enfrentadas, resistências culturais, apego à propriedade e ao controle, desconhecimento do assunto.

1.3 Objetivos da pesquisa

O objetivo final da pesquisa é identificar e apresentar à organização as barreiras e os benefícios encontrados no estudo e propor a adesão dos níveis de Governança Corporativa da BOVESPA.

Com relação aos objetivos intermediários, o estudo propõe-se a:

- 1) Realizar um estudo teórico sobre Governança Corporativa;
- 2) Identificar na literatura as principais barreiras e benefícios encontrados pelos pesquisadores na adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa;
- 3) Mapear as principais barreiras e benefícios de GC encontrados no grupo siderúrgico;
- 4) Confrontar as barreiras e benefícios encontrados na literatura *versus* as barreiras e benefícios encontrados na organização.

1.4 Justificativas do Estudo

Apesar da importância e do estágio avançado da discussão sobre o tema governança corporativa nos países mais desenvolvidos economicamente, ainda existem poucos estudos teóricos no Brasil. Por isso, o aumento de pesquisas teóricas e/ou empíricas envolvendo questões de Governança Corporativa é fundamental para o avanço deste conhecimento no país.

Logo, destacam-se as seguintes justificativas para a realização deste estudo:

- Escassez de estudos de caso sobre governança corporativa em grupos siderúrgicos;
- Os achados no estudo de caso darão subsídios para identificar barreiras e benefícios encontrados em um grupo siderúrgico acerca das melhores práticas de Governança Corporativa;
- As pesquisas teóricas e empíricas propostas serão uma forma de contribuição para a discussão do tema no Brasil, haja vista a grande importância que o assunto vem assumindo no mercado.

CAPÍTULO II

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

O termo governança corporativa foi citado em 1991 pela primeira vez. O livro *Corporate Governance*, de R. Monks e N. Ninow, lançado em 1995, foi o primeiro a tratar desse assunto. Porém, quando Berle e Means (1932) apresentaram, na década de 1930 o problema da Teoria da Agência, no artigo *The Modern and Private Property*, já se tinha uma base de toda teoria que dá suporte aos mecanismos de controle e monitoramento recomendados na prática de governança corporativa.

Pode-se definir Governança Corporativa como o esforço contínuo em alinhar os objetivos da administração das empresas aos interesses dos acionistas. Isso envolve as práticas e os relacionamentos entre os Acionistas/Cotistas, o Conselho de Administração, a Diretoria, uma Auditoria Externa e, até mesmo, um Conselho Fiscal. A boa Governança Corporativa permite uma administração ainda melhor e a monitoração da direção executiva da empresa. Não obstante, a empresa que opta pelas boas práticas de Governança Corporativa adota como linhas-mestras: transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa (BOVESPA, 2016).

O termo Governança Corporativa apresenta definições abordadas por vários autores. De acordo com La Porta et al. (2000), GC é o conjunto de dispositivos que salvaguardam os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores).

Shleifer e Vishny (1997, p. 737) destacam que a Governança Corporativa emana da segurança dos fornecedores de capital das empresas em receber o retorno de seus investimentos. Segundo o IBGC (2015), a GC é definida como o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselhos de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal.

Hitt, Ireland e Hoskisson (1999, p. 353) expressam a definição de Governança Corporativa da seguinte forma: “é uma relação entre os *stakeholders* a qual é usada para determinar e controlar o desempenho e a direção estratégica das organizações”. Adicionalmente, esses autores comentam que a GC pode ser tida como um dos meios usados nas corporações para estabelecer o equilíbrio entre os proprietários da empresa e os gerentes de alto nível, cujos interesses podem ser conflitantes.

Na concepção de Carvalho (2002, p. 19), de maneira bastante genérica, Governança Corporativa pode ser descrita como os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa, visando minimizar os problemas de agência. Santos (2004, p. 20) sintetiza a definição de Governança Corporativa como:

[...] a capacidade de controlar o comportamento dos agentes de uma organização, de modo a fazer que os seus recursos (recursos dessa organização) sejam mobilizados e aplicados de forma eficaz e eficiente e sob níveis de risco adequados para o cumprimento da missão e dos objetivos requeridos pelos acionistas e outros participantes relevantes.

Segundo Andrade e Rossetti (2009, p. 52):

[...] pode-se definir a governança como um conjunto de valores, princípios, propósitos e regras que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos acionistas e o atendimento dos

direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com este fim.

Em relação ao presente estudo, adota-se a definição de Governança Corporativa como os mecanismos através dos quais gestores e acionistas asseguram um bom desempenho da corporação, garantindo retornos para os *shareholders* (acionistas) e *stakeholders* (partes interessadas), cada vez mais significativos. Como consequência, todos os que participam da companhia – acionistas, executivos, empregados, fornecedores, credores, comunidade e governo – “saem ganhando”.

Certificando essa definição, Witherell (2000) comenta que Governança não se restringe a processos e procedimentos dos órgãos de administração. Envolve a gama completa de relações entre os gestores da companhia, o conselho, os *shareholders* (acionistas) e outros *stakeholders* (partes interessadas), tais como seus empregados e a comunidade na qual se encontra. Tomando por base essas definições – e de acordo com Cerda (2000, p. 2) –, pode-se afirmar que um sistema de Governança Corporativa possui dois objetivos essenciais:

1. Prover uma estrutura eficiente de incentivos para a administração, objetivando a maximização de valor da empresa;

2. Estabelecer responsabilidades e outros tipos de proteção para evitar que os acionistas majoritários, membros da diretoria e gestores (*insiders*) promovam qualquer tipo de expropriação de valor em detrimento dos acionistas minoritários e credores (*outsiders*).

Dessa forma, pode-se afirmar que o primeiro objetivo busca a prosperidade do negócio, ao passo que o segundo diz respeito à distribuição justa dos lucros da empresa entre acionistas, gestores, credores e demais partes interessadas.

Portanto, pode-se concluir que a Governança Corporativa está relacionada às melhores formas de se reduzirem os problemas de agência numa corporação, buscando sempre alinhar os interesses dos agentes aos interesses dos acionistas, de modo a minimizar os custos derivados desse problema. Contudo, a abrangência da Governança Corporativa é bem mais ampla, pois também existem as abordagens dos *stakeholders* e de outros provedores de fundos da firma que vão além da relação principal-agente.

A necessidade de criar mecanismos para solucionar conflitos de agência existentes nas organizações empresariais fez com que surgisse a Governança Corporativa. Ela objetiva um maior controle e monitoramento da atividade empresarial através de um conjunto de normas e diretrizes. Isto melhora o relacionamento entre os acionistas, a gerência da companhia, os conselhos de administração e os *stakeholders* envolvidos no negócio.

Segundo Jensen e Meckling (1976), o problema de agência é o conflito potencial de interesses entre o agente (o administrador) e os acionistas externos à administração ou os credores (portadores de títulos de dívida). Os autores defendem que os problemas de agência surgem com essa separação entre propriedade e controle, devido às diferenças de motivação e objetivos, assimetria de informação e preferências de risco que existem entre os proprietários e os gestores.

2.1.1 Os valores de Governança Corporativa

As mais importantes dimensões da Governança Corporativa são os seus valores que lhe dão sustentação, amarrando concepções, práticas e processos de alta gestão. Andrade e Rossetti (2009, p. 140) sintetizam os quatro valores fundamentais da Governança Corporativa: *Fairness*, *Disclosure*, *Accountability*, *Compliance*.

Fairness: Senso de justiça, equidade no tratamento dos acionistas. Respeito aos direitos dos minoritários, por participação equânime com a dos majoritários, tanto no aumento da

riqueza corporativa quanto nos resultados das operações, e, ainda, na presença ativa em assembleias gerais.

Disclosure: Transparência das informações, especialmente das de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem resultados, oportunidades e riscos.

Accountability: Prestação responsável por contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria.

Compliance: Conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país.

A Figura 1 a seguir sistematiza a governança corporativa em diferentes agrupamentos conceituais e a amarração aos quatro valores fundamentais:

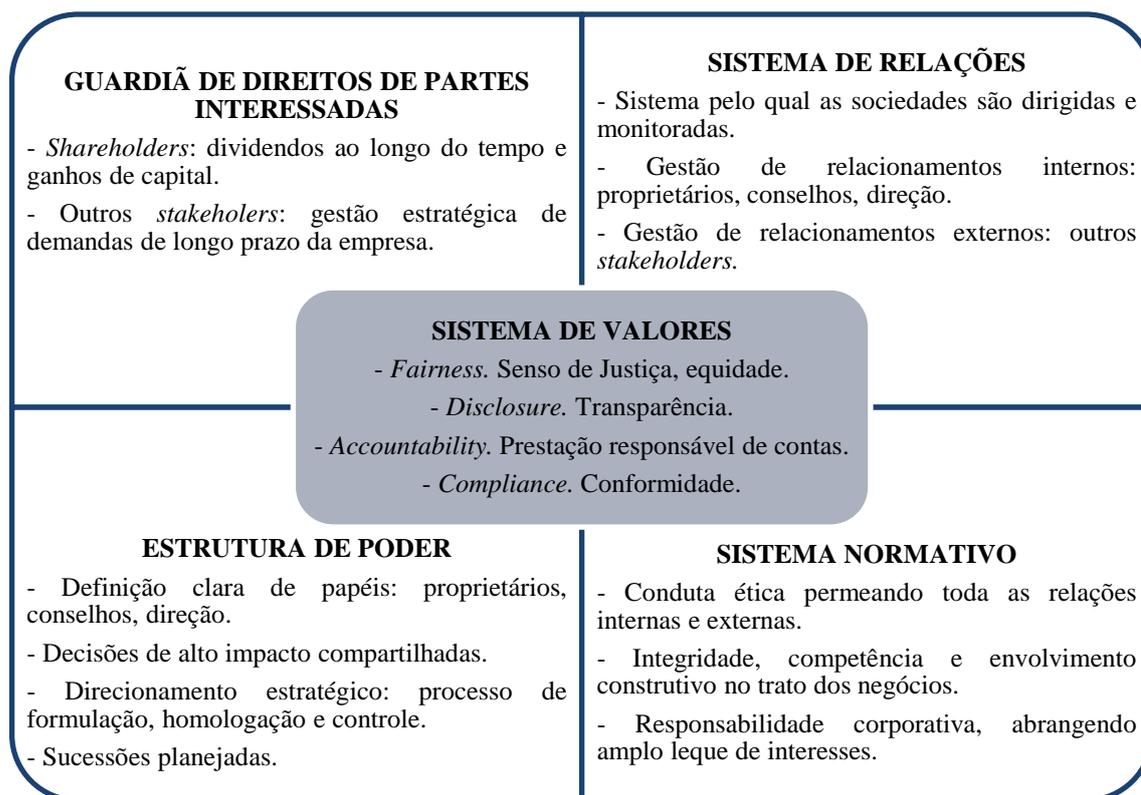


Figura 1 - Governança corporativa em diferentes agrupamentos conceituais: a amarração a quatro valores fundamentais

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 142)

Segundo Andrade e Rossetti (2009, p. 142), os valores essenciais para a boa governança corporativa são: a integridade ética, permeando todos os sistemas de relações internas e externas; o senso de justiça, no atendimento das expectativas e das demandas de todos os contribuintes organizacionais; a exatidão na prestação de contas, fundamental para confiabilidade na gestão; a conformidade com as instituições legais e com os marcos regulatórios dentro dos quais se exercerão as atividades das empresas; e a transparência, dentro dos limites em que a exposição dos objetivos estratégicos, dos projetos de alto impacto, das políticas e das operações das companhias não sejam conflitantes com a salvaguarda de seus interesses.

2.1.2 Os Princípios da Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico OCDE

A Governança Corporativa provém de vários esforços elaborados, com o intuito de acarretar a entrada de investimentos por meio do aumento da confiança e da proteção legal dos investidores, objetivando impulsionar os países na elaboração de códigos e regras de condutas para os seus mercados de capitais.

Os códigos de Governança Corporativa tiveram início nos países anglo-saxões, ou seja, no Reino Unido, nos Estados Unidos e no Canadá, em 1992. A partir disso, outros países começaram a adotar as suas práticas e a cada vez mais estabelecerem seus códigos para propiciarem linhas de orientação e sugestões para as bolsas de valores, investidores, empresas e outras partes na elaboração dos códigos vigentes nos países. A Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico (OCDE) publicou os Princípios da Governança Corporativa em 1999, consagrando-se em ser o principal organismo multilateral envolvido com a Governança Corporativa, tendo como objetivo a estabilidade e o controle das economias.

De acordo com as diretrizes da OCDE (2004), a Governança Corporativa é decisiva na melhoria da eficiência e do crescimento econômico, assim como no fortalecimento da confiança do investidor, pois envolvem um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu conselho de administração, seus acionistas e seu grupo de interesse.

Os princípios oferecidos são abrangentes para poderem ser adequados aos sistemas de Governança Corporativa dos países. Isso assegura a igualdade de tratamentos, a prestação de contas, a transparência de informações e a responsabilidade dos conselhos de administração.

A OCDE (2004) definiu alguns princípios para ampla preservação dos direitos dos acionistas, dos conselhos, da direção executiva e de outras partes interessadas demonstrados no Quadro 1 a seguir.

Quadro 2 – Síntese dos Princípios da OCDE: uma clara opção pela concepção *stakeholders*

<p>1. Enquadramento das empresas</p>	<p>As empresas devem buscar o seu eficaz enquadramento e contribuir na geração de condições institucionais para as boas práticas de governança corporativa:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Conformidade com o primado do direito. - Adoção de compromissos voluntários de boa governança, resultantes de autorregulamentação. - Promoção da integridade de proteção dos direitos de outras partes com interesse em jogo nas empresas. - Coparticipação na criação de base legal sem sobreposições ou conflitos que possam frustrar a boa governança.
<p>2. Direitos dos <i>shareholders</i></p>	<p>A governança corporativa deve proteger ou direitos dos acionistas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Registro seguro, alienação e transferência da participação acionária. - Obtenção de informações relevantes. - Voz e voto em assembleias gerais ordinárias. - Eleição e destituição de conselheiros. - Participação de decisões relevantes: alterações de contrato social, emissões e cisões. - Participação ativa das assembleias gerais. - Consultas entre si sobre direitos essenciais. - Conhecimento preciso de <i>take-overs</i>, com proteção de seus direitos.

(Continua)

<p>3. Tratamento equânime dos <i>shareholders</i></p>	<p>A estrutura da governança deve assegurar tratamento equânime a todos os acionistas majoritários/minoritários, nacionais/estrangeiros:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dentro de uma mesma categoria, os mesmos direitos de voto. - Proteção dos minoritários contra ações abusivas de controladores dominantes. - Igualdade quanto a procedimentos para participação em assembleias gerais. - Proibição de práticas baseadas em informações privilegiadas. - Acesso igual a fatos relevantes divulgados por conselheiros e diretores.
<p>4. Direitos de outros <i>stakeholders</i></p>	<p>A estrutura da governança deve reconhecer direitos legalmente consagrados de outras partes interessadas na criação de riqueza e na sustentação de corporações economicamente sólidas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Respeito aos direitos consagrados. - Reparação, no caso de violação dos direitos. - Cooperação na geração da riqueza e na sustentação de empresas economicamente sólidas. - Maior participação de partes com interesses relevantes, como empregados e credores. - Acesso amplo, regular e confiável a informações pertinentes a seus interesses.
<p>5. Divulgação e transparência</p>	<p>A governança corporativa deverá assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Resultados econômico-financeiros. - Estrutura e política de governança. - Objetivos e estratégia da empresa. - Transações com partes relacionadas. - Fatores previsíveis de risco e vulnerabilidades. - Informações preparadas e auditadas anualmente segundo os demais critérios contábeis.
<p>6. Responsabilidades de conselho de administração</p>	<p>A governança deverá definir as responsabilidades dos conselhos, envolvendo orientação, fiscalização e prestação de contas das corporações:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Zelar por elevados padrões éticos. - Orientar e homologar a estratégia corporativa. - Estabelecer e homologar a estratégia corporativa. - Selecionar, compensar, fiscalizar e, quando necessário, substituir principais executivos. - Harmonizar a recuperação dos principais executivos com interesses de longo prazo da empresa. - Fiscalizar e administrar conflitos potenciais de interesse. - Garantir a integridade dos sistemas contábil e financeiro. - Ter posicionamento independente sobre assuntos de interesse corporativo.

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 174).

Os países apadrinharam esses princípios e estabeleceram os códigos que, adicionados a suas características particulares, foram agrupados em alguns blocos de países com as mesmas características. Com base nisso, os estudos de Governança Corporativa definiram dois principais blocos como instrumento de comparação: o anglo-saxão e o nipo-germânico.

2.1.3 Modelos de governança corporativa

Existem vários modelos de Governança Corporativa no mundo. De acordo com Andrade e Rossetti (2009, p. 333), as diversidades de modelos correspondem à diversidade cultural e institucional dos países. “Ocorre com as regras da boa governança o mesmo que com as constituições políticas – não há uma que seja universalmente melhor para todas as nações”. No

Quadro 2, ilustram-se os modelos de Governança Corporativa, bem como uma síntese comparativa.

Quadro 3 – Modelos de governança corporativa: uma síntese corporativa

Características definidoras	Modelo anglo-saxão	Modelo alemão	Modelo japonês	Modelo latino-europeu	Modelo latino-americano
Financiamento predominante	<i>Equity</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	Indefinida	<i>Debt</i>
Propriedade e controle	Dispersão	Concentração	Concentração com cruzamentos	Concentração	Familiar concentrado
Propriedade e gestão	Separadas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas
Conflitos de agência	Acionistas-direção	Credores-acionistas	Credores-acionistas	Majoritários-minoritários	Majoritários-minoritários
Proteção legal a minoritários	Forte	Baixa ênfase	Baixa ênfase	Fraca	Fraca
Conselhos de Administração	Atuantes, foco em direitos	Atuantes, foco em operações	Atuantes, foco em estratégia	Pressões para maior eficácia	Vínculos com gestão
Liquidez da participação acionária	Muito alta	Baixa	Em evolução	Baixa	Especulativa e oscilante
Forças de controle mais atuantes	Externas	Internas	Internas	Internas migrando para externas	Internas
Governança corporativa	Estabelecida	Adesão crescente	Ênfase crescente	Ênfase em alta	Embrionária
Abrangência dos modelos de governança	Baixa	Alta	Alta	Mediana	Em transição

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 336)

A partir de características dos mecanismos de Governança Corporativa, observam-se, na literatura, estudos que procuram definir as diferenças nas estruturas de governança existentes nas empresas e entre os países. Por essa razão, os trabalhos na área de governança corporativa, geralmente, destacam dois modelos de governança (YAMAMOTO; PRADO, 2003):

- a) o modelo anglo-americano e
- b) o modelo germânico-japonês.

O modelo anglo-americano, ou anglo-saxônico, caracteriza-se por empresas com propriedade dispersa, entre vários acionistas, sendo fraco o poder individual dos acionistas devido à parcela pequena de propriedade. Um desempenho insatisfatório da empresa normalmente é visto como motivação para a venda das ações, com consequências como compras hostis ou fusões. Os interesses dos acionistas dentro desse modelo são muito protegidos por um mercado acionário com alta liquidez, alta necessidade de transparência das informações e *enforcement* dos direitos de acionistas não controladores (OKIMURA, 2003, p.26).

O modelo germânico-japonês, ou nipo-germânico, caracteriza-se pela presença de investidores em potencial que possuem uma parcela significativa de ações e a administração, normalmente, está sob maior monitoramento. Os grandes investidores podem ser bancos, outras instituições financeiras ou outra empresa, além de estruturas familiares. A existência de

estruturas piramidais e de propriedade cruzada, frequentemente, existe em larga escala, levando, muitas vezes, os maiores acionistas a votarem em nome dos minoritários (OKIMURA, 2003, p. 26).

Resumindo, o modelo anglo-americano de GC baseia-se no mercado de capitais e o modelo germânico-japonês tem seu fundamento em investidores de longo prazo. Entretanto, existe uma tendência mundial de convergência entre os dois modelos, pois é acordo entre os agentes que a Governança Corporativa é muito importante para a credibilidade e o crescimento econômico das empresas e de países, independentemente do modelo a ser adotado.

Com base no princípio de que a discussão do tema Governança Corporativa está estreitamente relacionada à especulação de contratos incompletos e intrinsecamente relacionada à firma, e considerando GC como um conjunto de contratos formais e informais entre proprietários, gestores, financiadores, funcionários, fornecedores, consumidores e outras partes interessadas, Hawley e Williams (1996) destacam os seguintes modelos de Governança Corporativa:

- a) modelo financeiro;
- b) modelo *stewardship*;
- c) modelo *stakeholder*
- d) modelo político.

Sendo assim, no modelo financeiro de Governança Corporativa, o problema principal são todas as formas de contratos que buscam alinhar as ações dos gestores aos interesses dos acionistas e, de forma mais ampla, incluem os interesses de todos aqueles que possuam direito de crédito sobre a firma: os financiadores. Nesse caso, o problema excede a *Agency Theory*, nascendo a necessidade de se considerar tanto os custos de agência quanto os custos de transações econômicas.

No modelo *stewardship*, os gestores são considerados como bons ecônomos da empresa e responsáveis pela obtenção de altos níveis de lucro e retorno para os acionistas. Por sua vez, na ótica do modelo *stakeholder*, a governança corporativa extrapola a preocupação com os acionistas e financiadores e envolve todas as partes que possuem algum interesse na empresa, baseando-se não apenas na maximização da riqueza dos acionistas e na devolução dos capitais (remunerados), mas na maximização da riqueza total que a empresa pode proporcionar. Sendo assim, a Contabilidade é desafiada a criar medidas de desempenho da riqueza total gerada para a própria empresa e para a sociedade.

Por último, no modelo político, considera-se que a distribuição de poder, privilégios e lucros entre proprietários, gestores e *stakeholders* é determinada pelas condições de favorecimento de cada um dos vários eleitores, em que a habilidade política e os instrumentos usados pelos interessados na empresa são considerados para obter vantagens.

2.1.4 Lei Sarbanes Oxley

A série de escândalos corporativos observados desde setembro de 2001, envolvendo grandes empresas como a ImClone Systems, Tyco, WorldCom e Enron, permitiu identificar fraudes e colocou a Governança Corporativa na pauta das principais preocupações de empresas, governos e investidores.

De acordo com o IBGC (2015), a falência da Tyco ocorreu devido ao abuso de poder, comprovado quando se verificou que alguns executivos utilizaram recursos da empresa para comprar imóveis e obras de arte. O executivo Dennis Kozlowski foi indiciado por sonegação de US\$ 1 milhão em impostos sobre a compra de obras de arte no valor de US\$ 13 milhões, quando simulava a transferência das obras para outro estado americano para não pagar impostos.

No caso da Imclone Systems, ocorreu um conflito de interesses e o uso de informações privilegiadas. As ações da empresa estavam em alta em função do desenvolvimento de remédio contra o câncer (IBGC, 2015). No entanto, o Federal Drugs Administration (FDA) não havia concedido autorização para a comercialização do medicamento amplamente divulgado. Porém, os familiares do presidente venderam suas ações um dia antes do anúncio oficial.

A fraude da WorldCom ocorreu com a manipulação de resultados. Neste caso, a empresa contabilizou como investimentos US\$ 3,8 bilhões que, na realidade, eram despesas, e, dessa forma, transformou prejuízos que tivera no período em lucro.

A falência da Enron também foi destaque no cenário mundial, sendo considerado um dos acontecimentos mais relevantes nos últimos anos na área financeira. Fundada em 1930, a Enron, antes de sua falência, era considerada uma das maiores empresas de gás natural e eletricidade dos Estados Unidos. De acordo com o *ranking* da Global Fortune 500, ela ocupava a décima sexta posição de maior empresa do mundo e a sétima dos EUA, sendo a primeira no setor de energia. A empresa pediu concordata em dezembro de 2001, depois de ser denunciada por fraudes contábeis e fiscais, apresentando uma dívida de US\$13 bilhões.

O IBGC (2015) destacou como causas da falência a falta de transparência, a criação de várias subsidiárias de propósito específico (não controladas diretamente pela *holding*), além de a empresa abrigar passivos que não eram refletidos nas demonstrações financeiras da Enron. Também foram superestimados os lucros em US\$600 milhões e dívidas de US\$650 milhões foram desaparecidas. A empresa Arthur Andersen ocupava-se da auditoria da Enron e ambas foram responsáveis pelas fraudes, conforme comprovado posteriormente.

Os escândalos citados provocaram uma verdadeira crise de credibilidade no mercado dos EUA. Tal evento indicou que a qualidade das leis e a eficiência dos órgãos reguladores desempenhados pelo Financial Accounting Standards Board (FASB) e pela Securities and Exchange Commission (SEC) não eram suficientes, induzindo, assim, a aprovação da Lei Sarbanes-Oxley, que reescreveu, literalmente, as regras para a Governança Corporativa relativas à divulgação e à emissão de relatórios financeiros.

Após os escândalos corporativos, que foram estampados em manchetes de todo o mundo, houve uma busca da recuperação de credibilidade no mercado financeiro. Para tal, foi feita uma severa revisão do modelo de governança americano, com a proposição de limitações à ação dos *Chief Executive Officers* (CEOs), o aprimoramento dos sistemas de monitoramento dos investidores e a reestruturação de algumas leis a serem observadas pelas companhias americanas.

Aprovada no dia 30 de julho de 2002 e com um apoio quase unânime, o Presidente George W. Bush assinou a Lei Sarbanes-Oxley, que é oriunda dos projetos de lei elaborados pelo senador americano Paul Sarbanes e pelo deputado federal Michael Oxley.

A nova lei é repleta de reformas para a Governança Corporativa, divulgação e contabilidade, o que ampliou os poderes da SEC, aumentou consideravelmente a responsabilidade de administração das empresas e introduziu a regulamentação, pelo governo, da profissão de auditor. Esta última mudança teve o objetivo de coibir práticas lesivas que possam expor as sociedades anônimas a elevados níveis de risco. Sob a infinidade de páginas da lei, repletas de “legalismos”, reside uma premissa simples: a boa governança corporativa e as práticas éticas do negócio não são mais requintes, são leis.

A regulamentação das novas normas e a supervisão do seu cumprimento pelos vários elementos do mercado de capitais passam a ser de responsabilidade do Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), com membros indicados pela SEC. Segundo a KPMG¹

¹ KPMG é uma das maiores empresas de prestação de serviços profissionais, que incluem Audit (Auditoria), Tax (Impostos) e Advisory Services (Consultoria de Gestão e Estratégica, Assessoria Financeira e em processos de Fusões & Aquisições, Reestruturações, Serviços Contábeis e Terceirização).

(2006), fica evidente que mudanças profundas são necessárias nas práticas da governança corporativa das empresas, incluindo:

- a) Responsabilidade do presidente – *Chief Executive Officer* (CEO) – e do diretor-financeiro – *Chief financial Officer* (CFO) – na “certificação” das demonstrações financeiras;
- b) Transferência para um comitê de auditoria, composto de membros não executivos do Conselho da Administração, de muitos poderes e responsabilidades que eram anteriormente dos diretores-executivos; e
- c) Maior transparência na divulgação das informações financeiras e dos atos da administração.

De acordo com o Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF):

A SOX² imputa responsabilidades jamais vistas perante os diretores de corporações, que vão desde o pagamento de multas ao cumprimento de longas penas de reclusão, sanções estendidas aos auditores que atestarem balanços com números fraudulentos. Ao regular a atividade de contabilidade e auditoria das empresas de capital aberto, a SOX reflete diretamente seus dispositivos nos sistemas de tecnologia da informação. Impossível separar-se processos de negócios e tecnologia no panorama corporativo atual (COSIF, 2006).

Em síntese, a Lei Sarbanes Oxley consiste em relatar todas as deficiências internas das companhias, nos requisitos de informações e processos. Consiste também em identificar riscos e criar uma estrutura de controle atenta aos eventuais problemas que surgirem das novas estratégias de negócios desenvolvidas pela empresa. O atendimento às regulamentações da Lei Sarbanes Oxley garante padronização e simplificação de processo, padronização e integração da tecnologia e padronização e simplificação das informações.

2.1.4.1 Aplicação da Lei Sarbanes Oxley

Além das empresas americanas, a nova regulamentação aplica-se às empresas com ações negociadas no Mercado de Capital dos EUA e, ainda, às subsidiárias de multinacionais registradas nas bolsas americanas, mas que estão operando em outros países. As exigências da nova lei atingem tanto as empresas de grande porte como as de pequeno, diferenciando-se, entre elas, o prazo para adaptação à lei.

No Brasil, esta lei aplica-se às empresas com ações negociadas nos mercados de capitais dos EUA: multinacionais de capital americano e empresas brasileiras com ADRs nos EUA. Companhias de direito privado, embora não obrigadas legalmente a cumprir a nova lei, também podem optar pela adoção de determinados componentes como parte de um plano geral para o aperfeiçoamento das operações de seu negócio.

No entanto, as responsabilidades criadas pela Lei Sarbanes-Oxley são do interesse de todas as empresas que queiram se atualizar sobre práticas rigorosas que estão entrando em vigor nos EUA e que terão influência global.

2.1.4.2 Regulamentação da Lei Sarbanes Oxley

A lei contém 1.107 artigos e é considerada rigorosa, mas busca, por meios tangíveis, “reparar” a perda da confiança pública nos líderes empresariais norte-americanos e enfatizar, mais uma vez, a importância dos padrões éticos na preparação das informações financeiras

² Lei Sarbanes Oxley

reportadas aos investidores, dificultando fraudes e erros na Contabilidade e na Administração da empresa, o que, conseqüentemente, evita prejuízos e aumenta sua credibilidade no mercado financeiro.

Segundo Fragoso e Leite (2008), a lei é composta por 11 títulos. O título I trata da formação do Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). O segundo refere-se à independência dos auditores externos. O terceiro fala sobre as responsabilidades - *Corporate Responsibility*. O título IV discorre sobre *Enhanced Financial Disclosures*, que destaca, principalmente, a evidenciação contábil e o controle interno. O título V comenta sobre os conflitos de interesse dos analistas. O sexto retrata os recursos e autoridades da SEC.

Os demais títulos – VII, VIII, IX, X e XI – referem-se aos estudos e relatórios, à responsabilidade por fraude, às penalidades acentuadas por crimes, às declarações de impostos de renda e fraude corporativa e responsabilidades, respectivamente.

2.1.4.3 Sarbanes-Oxley no Brasil

As empresas brasileiras com ações negociadas no mercado de capitais americano – como a Aracruz, Ambev, Net, Petrobrás e outras – já iniciaram o processo de adequação às novas regras estabelecidas pela Lei Sarbanes Oxley. Algumas empresas, como a Aracruz e o Pão-de-Açúcar, já criaram o Comitê de Auditoria, embora, no Brasil, a nova legislação tenha permitido que as empresas brasileiras substituíssem este comitê pelo Conselho fiscal, como já foi mencionado anteriormente.

A empresa Net realizou as mudanças para adequação à Lei Sarbanes Oxley. Na primeira etapa, houve a elaboração do projeto, a definição de controle interno e a organização das equipes de trabalho. Na segunda etapa, ocorreu a preparação, documentação e avaliação dos controles. Já na terceira etapa, foram realizados os testes e monitoramento dos controles, juntamente com a preparação e validação dos relatórios pelo Presidente e Diretores Financeiros.

Empresas de auditoria e consultoria ampliaram seu mercado e desenvolveram um novo serviço, que foi denominado de *gap analysis*, que é desenvolvido por uma equipe especializada em identificar se existem significativas diferenças entre o sistema de controle da empresa e o que está sendo exigido na Lei Sarbanes Oxley.

Empresas de auditoria operando no Brasil que desejarem ter seu parecer de auditoria aceito pela SEC deverão se cadastrar no PCAOB e aceitar a revisão dos seus trabalhos e as regras de independência estabelecidas por esse Conselho. As regras de independência incluem uma lista de serviços proibidos por estarem fora do escopo da auditoria (*non-audit services*).

Para fins de ilustração, são apresentadas, a seguir, as principais exigências da legislação Sarbanes-Oxley comparadas com as da legislação brasileira (Quadro 3).

Quadro 4 – Sarbanes Oxley versus Legislação Brasileira

SARBANES-OXLEY	LEGISLAÇÃO BRASILEIRA
----------------	-----------------------

- Certificação, pelo CEO/CFO, dos relatórios anuais.	- Administradores e contadores devem assinar os balanços. Administradores assumem responsabilidade pela precisão das declarações. Diretores ou conselheiros que estejam cientes de imprecisões nos balanços devem informar o fato aos acionistas.
- Todas as empresas deverão ter comitês de auditoria interna formados apenas por membros independentes.	- Não há exigência para formação de comitês, apenas uma recomendação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na cartilha de governança corporativa. Existem conselhos fiscais cujos membros não precisam pertencer necessariamente ao conselho de administração e não precisam ser independentes.
- Empresas estarão proibidas de conceder empréstimos a executivos.	- Não há proibição de empréstimos para conselheiros e diretores se contratados a taxas de mercado.
- Controles internos deverão ser divulgados em relatórios específicos.	- Não há previsão para divulgação de controles internos.
- Empresas terão de informar se adotaram ou não um código de ética para administradores financeiros seniores. Caso não, deverão explicar o porquê.	- Não é obrigatória a formulação de um código de ética.
- A <i>Securities and Exchange Commission</i> (SEC) terá de promulgar regras adicionais para divulgação de informações não contabilizadas (<i>off balance sheet</i>), informações sobre dados <i>pro forma</i> e sobre ajustes relevantes nos balanços.	- Cartilha de governança corporativa da CVM recomenda que informações não contabilizadas sejam divulgadas nas notas explicativas. Não há exigência para informações <i>pro forma</i> ou para ajustes relevantes nos balanços.
- A SEC terá de revisar os relatórios arquivados pelas empresas registradas ao menos uma vez a cada três anos.	- Não há regra equivalente.
- Auditores de empresas abertas não poderão fornecer serviços de consultoria e outros serviços proibidos pela legislação às empresas por elas auditadas.	- A CVM estabelece que auditores não podem oferecer outros serviços que prejudiquem a objetividade e independência da atividade de auditoria.
- Empresas serão obrigadas a revezar o sócio-auditor a cada cinco anos.	- Empresas são obrigadas a revezar as firmas de auditoria a cada cinco anos.
- SEC terá de promulgar regras restritivas de conflitos de interesses inerentes às recomendações de ações feitas por analistas.	- Não há legislação a respeito.
- Advogados que saibam de uma violação legal por parte de seus clientes terão de relatar o ocorrido ao diretor jurídico ou CEO e, em última instância, ao comitê de auditoria ou outros conselheiros.	- Não há previsão legal da obrigatoriedade do relato.

Fonte: Adaptado de Deloitte Touche Tohmatsu (2006)

2.2 Governança Corporativa no Brasil

O modelo empresarial brasileiro passou por importantes mudanças nas últimas décadas. Em meados dos anos 1990, com o processo de privatização, os estudos sobre Governança Corporativa no Brasil receberam maior atenção (SILVA, 2002). Segundo Borges e Serrão (2005), a maioria das empresas era de controle governamental, sendo os investimentos externos no mercado acionário bem restritos.

Silva (2002) complementa que a partir do processo de privatização houve aumento de participação de capital estrangeiro e maior desenvolvimento do mercado de capitais e, com isso, a necessidade de uma estrutura de governança que satisfizesse a nova realidade do mercado corporativo no Brasil.

De acordo com Leal e Saito (2003), outro estudo conclui que, no Brasil, existe uma concentração de controle acionário e forte desapropriação dos acionistas minoritários. Borges e Serrão (2005) afirmam que um acionista, em média, detém 41% do capital e os cinco maiores, 62%. O Quadro 4 a seguir demonstra o modelo atual de Governança Corporativa nas companhias brasileiras.

Quadro 5 - Modelo atual de Governança Corporativa das companhias brasileiras

Modelo Atual	
Estrutura de propriedade	1. Alta concentração das ações com direito a voto (ordinárias).
	2. Alto nível de utilização de ações sem direito a voto (preferencial).
	3. Empresas preferencialmente de controle familiar ou controlada por poucos investidores.
	4. Não reconhecimento dos interesses dos acionistas minoritários.
	5. Acionistas minoritários pouco ativos.
Conselho de Administração	1. Pouca clareza na divisão dos papéis, principalmente nas empresas familiares.
	2. Estruturas formais dos conselhos (ausência de comitês).
	3. Maioria de conselheiros externos, porém não independentes.
	4. Escassez de conselheiros profissionais capacitados.
	5. Remuneração como fator pouco relevante.

Fontes: Pesquisa McKinsey e Korn & Ferry - Panorama de Governança Corporativa no Brasil – 2001

Corroborando os itens apresentados no Quadro 4, Andrade e Rossetti (2009, p. 494) enfatizam quatro características que são estruturais e partes integrantes da cultura empresarial do Brasil, gerando um círculo vicioso na Governança Corporativa do país conforme demonstrado no Quadro 5 a seguir.

Quadro 6 – Modelo de Governança Corporativa praticado no Brasil: uma síntese das principais características quanto a fontes de financiamento, propriedade, conflitos, proteção a minoritários e liquidez da participação acionária

EMPRESAS	INVESTIDORES
-----------------	---------------------

<ul style="list-style-type: none"> - Concentração da propriedade, com duas classes de ações. - Conflitos de agência: controladores-minoritários. - Oportunistas. - Subavaliação das ações. Descolamento entre valor patrimonial e valor de mercado. - Alto custo de captações por emissão de capital. 	<ul style="list-style-type: none"> - Insegurança quanto a direitos societários. - Baixa atratividade do mercado de ações. - Baixa demanda por ações. - Baixa liquidez. - Baixa proteção: tratamentos assimétricos.
BAIXA ADESÃO ÀS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA	
MERCADO ACIONÁRIO	
<ul style="list-style-type: none"> - Investidores distantes do mercado: emissões desestimuladas. - Baixo <i>turnover</i>: negociabilidade e liquidez afetada. - Baixa capitalização via mercado em relação ao PNB. - Poupanças canalizadas para outros mercados. 	
ECONOMIA NACIONAL	
<ul style="list-style-type: none"> - Reduzida expressão do mercado de capitais no sistema financeiro como um todo. - Financiamento do sistema corporativo por exigíveis. - Custos de capital mais altos: impacto sobre competitividade. - Crescimento econômico sacrificado. 	

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 495)

De acordo com Andrade e Rossetti (2009, p. 495), existem características importantes quanto a fontes de financiamento, propriedade, conflitos, proteção a minoritários e liquidez de participação acionária, conforme demonstrado no Quadro 6 a seguir.

Quadro 7 – Modelo de governança corporativa no Brasil: uma síntese das principais características quanto a fontes de financiamento, propriedade, conflitos, proteção a minoritários e liquidez da participação acionária

Características definidoras	Ocorrências predominantes	Sínteses
Financiamento predominante	Debt e geração de caixa	O mercado de capitais é ainda pouco expressivo. Do total das companhias abertas registradas (cerca de 680), 72,4% são negociadas em bolsa. A relação abertas/negociadas é historicamente decrescente. As emissões de capital, não obstante o forte ciclo de Ofertas Públicas Iniciais (IPOs) em 2005-2007, são pouco expressivas em relação a outras fontes. Predominam os exigíveis de longo prazo (<i>debt</i>) e a geração própria de caixa. Grandes empresas têm acessado fontes externas em <i>equity</i> (ADRs). Fundos de <i>private equity</i> têm registrado forte expansão, como opção para crescimento dos negócios.
Propriedade e controle acionário	Alta concentração	A propriedade acionária é concentrada. Na maior parte das companhias, os três maiores acionistas detêm mais de 80% do capital votante e o maior, mais de 50%. Predominam empresas familiares.

(Continua)

Propriedade e controle acionário	Alta concentração	As empresas que não têm um acionista controlador ou grupo fechado de controle são menos de 10%. E mais de 80% têm estruturas piramidais de controle.
Conflitos de agência	Majoritários-minoritários	O conflito predominante é entre majoritários e minoritários. Pela concentração da propriedade e sobreposição com a gestão, são menos expressivos os conflitos de agência acionistas-gestão. Mas apenas 20% das empresas consideram, sistematicamente, os interesses dos minoritários.
Proteção legal a minoritários	Fraca	A lei admite o lançamento de 50% do capital em ações preferenciais. É garantida a distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido e igualdade com os controladores na distribuição da fatia restante do lucro. O mecanismo de <i>tag along</i> é estendido às ações preferenciais. E mesmo as ações ordinárias fora do bloco de controle recebem 80% do valor pago nos casos de aquisições.
Liquidez participação acionária	Especulativa e oscilante	A alta liquidez das companhias é afetada pela predominância da posse de blocos de ações de controle. É baixo o nível de <i>free-float</i> . Baixa também a proporção das companhias listadas com alta negociabilidade. O valor médio mensal das negociações em relação ao valor de mercado das companhias é 3,5%; no mundo, em média ponderada, é três vezes maior: 12%.

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 495)

Andrade e Rossetti (2009, p. 497) ressaltam também, em sua obra, as características importantes quanto à gestão, aos conselhos, às forças de controle, aos processos e à abrangência do modelo de governança praticado no Brasil, conforme demonstrado no Quadro 7 a seguir.

Quadro 8- Modelo de governança corporativa praticada no Brasil: uma síntese das principais características, quanto à gestão, aos conselhos, às forças de controle, aos processos e às abrangências do modelo

Características definidoras	Ocorrências predominantes	Sínteses
Propriedade e gestão	Sobreposição	Como decorrência da alta concentração da propriedade acionária, é também alto o grau de envolvimento dos controladores na gestão. Considera-se baixo em menos de 20% das empresas. Há clareza quanto à separação das funções do conselho e da direção, mas mesmo nas listadas em bolsa, é alta a unificação de funções (37% das empresas).
Conselhos de Administração	Baixa Eficácia	Obrigatórios por lei para as companhias abertas. Eram raros os casos de conselhos de alta eficácia até final do século XX. Razões: acumulação de presidências conselho-direção, baixa heterogeneidade dos membros (ocorrência de conselhos minimalistas), poucos conselheiros independentes e pequeno envolvimento em questões críticas. Levantamentos recentes (quinquênio 2004-2008) têm sugerido mudanças em todos esses aspectos. Há evidências de tendência para maior efetividade.

(Continua)

(Quadro 7. Continuação)

Forças de controle mais atuantes	Internas	É crescente a pressão de forças externas de controle: mudanças (mas pouco profundas) na Lei das SAs, níveis diferenciados para listagem em bolsa, ativismo dos fundos de pensão e outros grupos institucionais, edição de código de boa governança pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Associáveis às concentrações da propriedade acionária e à rigidez das estruturas estabelecidas de poder.
Governança corporativa	Em evolução	As características estruturais do mundo corporativo no país ainda mantêm os padrões da governança algo afastados das melhores práticas, mas há evoluções, resultantes de pressões externas e internas, sobre o modelo vigente. Razões: privatizações via consórcios de aquisição; processos sucessórios; fusões; presença crescente de investidores estrangeiros e institucionais no mercado; profissionalismo dos fundos de <i>private equity</i> ; listagens diferenciadas nas bolsas; e ativismo da mídia.
Abrangência dos modelos de governança	Em transição	O modelo predominante é <i>shareholders oriented</i> , movido pela concentração do capital e suportado pelas demandas dos investidores globais. É expressivo o número de empresas que emitem balanços de alcance externo (social e ambiental). Mas a cultura empresarial dominante é ainda refratária a modelos de múltiplos interesses, estrategicamente orientados também para outras partes interessadas.

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 497).

Bertucci, Bernardes e Brandão (2006) afirmam que o modelo de GC financeiro é o que caracteriza o ambiente brasileiro. Sendo assim, o objetivo principal seria a diminuição dos conflitos entre administradores e proprietários. Com isso, os meios de GC teriam que dar aos proprietários a garantia de não expropriação de riquezas por parte dos administradores, com retorno do capital investido.

No Brasil, os principais documentos que abordam o tema Governança Corporativa são o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC e a Cartilha de Governança Corporativa da CVM, sendo ambos elaborados com base nos principais códigos internacionais de governança corporativa. Esses documentos servem como base para as empresas brasileiras nas questões de Governança Corporativa.

Conforme explica Silveira (2005), além dos incentivos de mercado decorrentes do aumento da competitividade, algumas iniciativas institucionais e governamentais, também, vêm colaborando para a melhoria das práticas de governança pelas empresas brasileiras, com destaque para:

- criação do IBGC em 1995;
- aprovação da lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 (conhecida por Nova Lei das Sociedades Anônimas);
- criação dos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Novo Mercado pela Bovespa;
- estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão;
- definição, pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), da adoção de práticas de boa governança como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

2.2.1 A Nova Lei das S.A.s

A nova lei das S.A.s, lei nº 10.303, publicada no final de 2001, trouxe um grande avanço na proteção legal dos direitos dos acionistas minoritários, mediante novas regras de funcionamento para as Sociedades Anônimas. Destacam-se as seguintes alterações da lei:

- A mudança no limite máximo da proporção de ações ordinárias e preferenciais, que antes era 2/3, para 50%. Tal proporção é obrigatória apenas para as empresas fechadas que decidirem abrir seu capital e as novas companhias abertas;
- A obrigatoriedade de oferta pública na compra de ações pelo valor econômico aos acionistas minoritários em caso de cancelamento do registro de companhia aberta, fusão ou aquisição, ou elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes;
- O direito dos preferencialistas elegerem um membro para o Conselho de Administração, quando representem o mínimo de 10% do capital social da firma e o direito dos sócios minoritários elegerem um membro desde que representem, no mínimo, 15% do total das ações com direito a voto;
- A obrigatoriedade do comprador do controle da companhia aberta realizar oferta pública de compra das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia em caso de alienação do controle, assegurando aos acionistas minoritários preço equivalente a, no mínimo, 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações do bloco de controle;
- O fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários, oferecendo ao órgão maior independência funcional e financeira.

A nova lei das S.A.s trouxe avanços significativos, especialmente aqueles relacionados com a defesa dos acionistas minoritários. Entretanto, a lei recebeu numerosas críticas por ter introduzido falhas e retrocessos em relação a temas referentes a acordos de acionistas e à consolidação da figura do controlador.

As mudanças apresentadas na lei nº 10.303, associadas a um conjunto de medidas anunciadas pelos órgãos reguladores, como Bovespa, CVM e Banco Central do Brasil, representam um ápice importante no avanço das práticas de governança no país e, principalmente, do mercado de capitais.

2.2.2 Código de boas práticas de Governança Corporativa do IBGC e cartilha da CVM de melhores práticas

A partir de debates ocorridos no mundo sobre Governança Corporativa, originou-se a necessidade de ordenar os interesses dos diversos *stakeholders* do sistema corporativo. Ergueram-se, em muitos países, os Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa como uma proposta para evidenciar as atitudes e comportamentos que as empresas deveriam apresentar de modo a estreitarem as relações de confiança entre as partes.

O primeiro código de melhores práticas no Brasil foi escrito em 1999 pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), órgão criado em 1995 com o objetivo de desenvolver e divulgar os melhores conceitos e práticas de governança no Brasil. O Código do IBGC, após duas revisões, divide-se, atualmente, em cinco temas: Sócios, Conselho de Administração, Diretoria, Órgãos de Fiscalização e Controle, e Conduta/Conflito de Interesses.

Em regra geral, o Código objetiva primordialmente a minimização de conflitos de Interesse e a melhoria da estrutura e formação dos conselhos das empresas. As linhas principais do Código são: transparência, prestação de contas (*accountability*), equidade e responsabilidade corporativa. Entre as práticas recomendadas pelo IBCG, destacam-se:

- Garantir o princípio “uma ação, um voto”. As empresas deveriam lançar apenas ações ordinárias e as empresas já abertas deveriam transformar suas ações preferenciais em ordinárias, ou, em caso de dificuldades insuperáveis, conceder direito de voto às ações preferenciais em assuntos de seus interesses;
- Ampliação do direito de *tag along* (direito de ter as mesmas condições de venda obtidas pelos controladores em caso de venda do controle da companhia) para todos os acionistas;

- O conselho da empresa deve ser formado por conselheiros independentes, em sua maioria. O conselheiro deve ser independente, consciente de que sua responsabilidade se refere ao conjunto de todos os proprietários;
 - O Presidente do Conselho não deve acumular funções de presidente da diretoria executiva (CEO); não deve almejar o equilíbrio de poder entre o presidente da diretoria e o Conselho de Administração;
 - Criação e manutenção de um código de ética por parte das empresas;
 - Transparência de informações para os proprietários, conselho de administração, auditores independentes, conselho fiscal e demais *stakeholders*;
 - Recomendação para o uso de padrões de contabilidade internacionais – Conselho de Normas Internacionais de Contabilidade (IASB) ou Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP);
 - Desentendimentos entre proprietários devem ser resolvidos por meio de arbitragem, evitando o recurso na esfera judicial.
- Andrade e Rossetti (2009, p. 455) ilustram os objetivos e princípios básicos da Governança Corporativa de acordo com o IBGC (Quadro 8).

Quadro 9 - Objetivos e princípios básicos da governança corporativa segundo o IBGC

TRANSPARÊNCIA	<ul style="list-style-type: none"> - Mais que a “obrigação de informar”, as corporações devem cultivar o “desejo de informar”. - Resultado esperado da transparência: clima de confiança, tanto interno, quanto nas relações com terceiros. - Não restrita ao desempenho econômico financeiro: vai além, contemplando outros fatores – inclusive intangíveis – que norteiam a ação empresarial e criam valor.
EQUIDADE	<ul style="list-style-type: none"> - Tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários: <ul style="list-style-type: none"> * Acionistas; * Outras partes interessadas. - Ausência de atitudes ou políticas discriminatórias.
PRESTAÇÃO DE CONTAS (ACCOUNTABILITY)	<ul style="list-style-type: none"> - Os agentes da governança devem prestar contas a quem os elegeu. - Os agentes da governança devem responder integralmente pelos atos praticados no exercício de seus mandatos.
RESPONSABILIDADE CORPORATIVA	<ul style="list-style-type: none"> - Zelo pela perenidade da organização. - Visão de longo prazo, com foco em princípios de sustentabilidade. - Envolvimento em questões sociais e ambientais. - Consideram-se funções sociais e ambientais: <ul style="list-style-type: none"> * Criação de riquezas e de oportunidades de emprego; * Qualificação e diversidade da força de trabalho; * Desenvolvimento científico e tecnológico (C&T e P&D); * Contribuições para melhorar qualidade de vida; * Contratação preferencial de recursos das comunidades em que atua.

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 455)

Andrade e Rossetti (2009, p. 456) fazem uma síntese das melhores práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC, como exibido no Quadro 9.

Quadro 10 – Melhores práticas de Governança Corporativa (IBGC)

PROPRIEDADE	- Adoção do conceito “uma ação, um voto”.
--------------------	---

	<ul style="list-style-type: none"> - Acessibilidade de todos os acionistas aos acordos entre sócios. - Assembleia Geral como órgão soberano. - Transferência de controle a preços transparentes e estendidos a todos os acionistas (<i>tag along</i>). - Solução de conflitos preferencialmente por meio de arbitragem. - Manutenção de alta dispersão (<i>free float</i>) das ações em circulação.
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> - Recomendável para todas as companhias, independentemente de sua forma societária. - Normatização por regimento interno, com clara definição de funções. - Dois presidentes, <i>Chairman</i> e <i>CEO</i>, que não acumulam funções. - Criação de comitês especializados, com destaque para o de auditoria.
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> - Número de membros entre cinco e nove, em sua maioria independentes, com experiências e perfis complementares. - Clara definição das qualificações dos conselheiros: base para avaliações individuais, com periodicidade anual. - Processos formalmente estabelecidos.
GESTÃO	<ul style="list-style-type: none"> - Escolha e avaliação formal dos gestores pelo Conselho de Administração. - O <i>CEO</i> é o responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração. - Demais diretores executivos: <i>CEO</i> indica, Conselho de Administração aprova. - Relacionamento transparente com todos os <i>stakeholders</i>. - Transparência, clareza e objetividade na prestação de contas. - Responsabilidade pela geração do relatório anual. - Responsabilidade pelo desenvolvimento do código de conduta corporativo.
AUDITORIA INDEPENDENTE	<ul style="list-style-type: none"> - Existência obrigatória. - Independência em relação à companhia. - Função essencial: verificar se demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da companhia. - Plano de trabalho fixado pelo Conselho de Administração.
CONSELHO FISCAL	<ul style="list-style-type: none"> - Órgão não obrigatório, eleito pelos acionistas. - Composição: conhecimento do campo de atuação da companhia e diversidade de experiências profissionais, pertinentes às funções desse conselho. - Atuação sob regimento interno.

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 456)

Anos após a criação do Código do IBGC, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lançou uma cartilha com recomendações de boas práticas de Governança Corporativa, com o intuito de orientar nos itens que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários.

A CVM buscou adaptar alguns conceitos de Governança Corporativa internacional às características próprias da realidade brasileira, especialmente a preponderância de companhias com controle definido. Alguns dos itens mais relevantes são os seguintes:

- As companhias devem tornar plenamente abordável, a todos os acionistas, quaisquer acordos de seus acionistas de que tenham conhecimento;
- O conselho deve ter o maior número provável de membros independentes da administração da companhia;

- A companhia deve permitir, imediatamente, que os acionistas possuidores de ações preferenciais elejam um membro do conselho de administração, por indicação e escolha próprias;
- As decisões de grande importância devem ser decididas pela maioria do capital social, cabendo a cada ação um voto, independente de classe ou espécie;
- A transferência de ações representativas do controle da companhia somente deve ser contratada sob a condição de que o adquirente realize oferta pública de compra de todas as demais ações da companhia pelo mesmo valor, independente de espécie ou classe;
- Em ocasiões em que a Assembleia Geral não decidir pelo pagamento dos dividendos fixos e as ações preferenciais ou a companhia não realizar o pagamento no prazo permitido por lei, essas ações adquirirão imediatamente o direito a voto. Se a companhia não pagar dividendos por três anos, todas as ações preferenciais terão direito de voto;
- As companhias abertas, formadas anteriormente ao ingresso da lei nº 10.303/01, não devem aumentar a proporção de ações preferenciais acima do limite de 50%, que foi estabelecido pela referida lei para novas companhias abertas. As companhias que já possuam mais de 50% de seu capital representado por ações preferenciais não devem expedir novas ações dessa espécie.

Andrade e Rossetti (2009, p. 435) descrevem as recomendações da CVM sobre as assembleias, estrutura acionária e proteção a minoritários conforme Quadro 10 a seguir.

Quadro 11 - Recomendações da CVM sobre as assembleias, estrutura acionária e proteção a minoritários

ASSEMBLEIAS	<ul style="list-style-type: none"> - Facilitar o acesso dos acionistas. - Descrever com precisão os temas que serão tratados. - Incluir matérias sugeridas pelos minoritários.
ESTRUTURA ACIONÁRIA	<ul style="list-style-type: none"> - Tornar acessíveis os termos de acordos de acionistas. - Dar publicidade à relação dos acionistas e respectivas quantidades de ações. - Definir com clareza as exigências para o voto e representações.
DECISÕES RELEVANTES	<ul style="list-style-type: none"> - Deliberação pela maioria do capital social. - Cada ação, um voto, independentemente de classe ou espécie. - Temas relevantes: <ul style="list-style-type: none"> * Avaliação de ativos incorporáveis; * Alteração do objeto social; * Fusão, cisão, incorporação; * Transações com partes interessadas.
TAG ALONG	<ul style="list-style-type: none"> - Alienação de controle: oferta pública de aquisição de ações pelo mesmo preço, independentemente de classe ou espécie. - Tratamento igual a todos os acionistas.
PROTEÇÃO A MINORITÁRIOS	<ul style="list-style-type: none"> - Direito a voto para ações preferenciais no caso de não pagamento de dividendos. - Divergências entre controladores e minoritários solucionadas por arbitragem. - Proporção de ações ordinárias e preferenciais: limite de 50%. - Transações entre partes interessadas: alinhadas aos interesses de todos os acionistas.

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 435)

2.2.3 O papel do BNDES, Fundos de Pensão e do Conselho Monetário Nacional

Associada à atenção que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) presta ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a instituição vem abraçando programas específicos, com o objetivo de capitalizar empresas que se pactuam com a implantação de boas práticas de Governança Corporativa.

Em outubro de 2000, o banco formou o Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas, para ajudar pequenas e médias empresas por meio de operações de capital de risco e com o intuito de entusiasmar a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa. Isto é realizado mediante a petição de ações ou debêntures conversíveis em ações, no percentual máximo de 35% no capital futuro da companhia.

Em termos gerais, o BNDES sempre incluiu cláusulas contratuais nos empréstimos ou nas escrituras de transmissão de valores mobiliários que buscassem o atendimento às condições, pelo menos dos níveis inferiores do Novo Mercado. Mesmo para um credor, sempre existe uma inquietação com a apropriação de resultados, com a transparência e com a qualidade dos dados disponíveis para a avaliação de exposição ao risco. Naturalmente, isso gera um incentivo para as práticas de Governança Corporativa por parte das empresas.

Outro importante instrumento de estímulo para apadrinhamento de melhores práticas de governança corporativa foi o estabelecimento de novas regras para a definição dos limites de aplicação dos fundos de pensão, através da Resolução do CMN nº 2.829, de abril de 2001, tornada pública pelo Banco Central do Brasil (BACEN) em 30 de abril de 2001. Esta resolução determinou níveis diferenciados para aplicação das reservas dos fundos de pensão, somando os limites para companhias listadas no Novo Mercado ou nos níveis diferenciados de governança corporativa 1 e 2 da Bovespa. A Resolução nº 2.829 foi substituída pela Resolução nº 3.121, do CMN de, 25 de setembro de 2003. A Tabela 1 a seguir mostra os limites estabelecidos para cada nível de Governança.

Tabela 12 - Limites de aplicação de fundos de pensão em Renda Variável

	Limite definido
Novo Mercado	50%
Nível 2	50%
Nível 1	45%

Fonte: Banco Central do Brasil - Resolução CMN nº 3.121/2003

Dado o avanço no crescimento dos ativos dos fundos de pensão do país e a necessidade de participação cada vez mais intensa destes fundos no mercado de capitais, esta mudança na legislação é uma incitação adicional para o ingresso das empresas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa.

A partir das mudanças percebidas nos níveis institucionais e governamentais relacionadas anteriormente, surge, atualmente, uma crescente expectativa entre os agentes do mercado sobre a provável geração de um círculo virtuoso da governança corporativa. A maior proteção aos investidores minoritários formaria a ideia de que estes não sofrerão expropriação por parte dos acionistas controladores, assim aumentando o preço que estariam disponíveis a pagar pelas ações, o que produz uma redução do valor de capital das empresas. Desta forma, as firmas financiar-se-iam de forma crescente através do mercado de capitais, encorajando seu desenvolvimento, assim como o da economia como um todo.

2.2.4 Nível 1, nível 2 e Novo Mercado

Com o esvaziamento do mercado de capitais no fim da década de 90 e a certeza de que a maioria das empresas nunca viu o exposto mercado como mina de recursos, a Bovespa resolveu instituir, em 2000, o Novo Mercado e os níveis diferenciados de Governanças Corporativas, sendo esses níveis 1 e 2. O nível tradicional retoma as empresas não listadas, que possam abrir seu capital. Já os níveis diferenciados resgatam as empresas já listadas. A inserção dos níveis de governança ocorreu em junho de 2001.

A adesão de práticas de Governança Corporativa no Brasil significa o ingresso nos níveis 1 e 2 ou no Novo Mercado. Esse investimento, segundo a Bovespa, acarreta custos financeiros para as empresas, tanto na abertura de capital quanto na manutenção de companhia aberta. O custo é apontado como um impedimento para a abertura de capital.

A criação dos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da Bovespa teve a finalidade de preparar as companhias para aderirem ao Novo Mercado. Segundo a Bovespa (2016), Governança Corporativa é um conjunto de normas de condutas para as empresas, controladores e administradores. Para isso, foram estabelecidas normas de “Práticas diferenciadas de Governança Corporativa”, cujo ingresso diferencia a companhia em nível 1, nível 2 ou Novo Mercado. Isso depende do compromisso assumido pela empresa. As empresas que aderirem às boas práticas de Governanças Corporativas fixadas no regulamento poderão ter suas ações negociadas nos níveis de governança.

A seguir, apresenta-se a lista de principais regras para aceitação das empresas em cada nível de governança:

2.2.4.1 Nível 1

- Melhoria das informações prestadas trimestralmente;
- Cumprimento de regra de transparência (*disclosure*);
- Manutenção de uma parcela mínima de 25% do capital em circulação (*free-float*);
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Divulgação de *stock options* e acordo de acionistas;
- Organização de um calendário anual de eventos corporativos.

As Informações Trimestrais (ITRs) são documentos emitidos à CVM e à Bovespa, trimestralmente, por todas as empresas que participam da Bolsa. Além das informações prestadas por lei, uma companhia Nível 1 compromete-se a incluir: a) Demonstrações Financeiras Consolidadas; b) Demonstrações do consolidado e dos fluxos de caixa; c) abertura da posição acionária caso o acionista detenha mais do que 5% do capital social de forma direta ou indireta até o nível de pessoa física; d) quantidade e características dos valores mobiliários de emissão retidos pelos grupos de controladores membros do Conselho de Administração, membros do Conselho Fiscal e diretores; e) Evolução da posição descrita em 12 meses d) nos últimos 12 meses; f) quantidade de ações em circulação e sua porcentagem em relação ao total; g) Relatório de Revisão Especial de auditor independente.

Até o final do mês de março, todas as empresas listadas enviam à CVM e à Bovespa Demonstrações Financeiras Padronizadas, documento com conteúdo das demonstrações referentes ao exercício encerrado e comentários relevantes. As empresas Nível 1 cumprem essa exigência e agregam, neste documento, as demonstrações dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado, diferenciando-as em fluxos de operação, financiamento e investimentos referentes ao exercício encerrado.

Além das Informações Anuais que toda empresa deve prestar até o final de maio de cada ano, obtendo informações corporativas, uma Companhia Nível 1 assume que apresentará o exposto nos itens d), e) e f) das informações trimestrais.

Com relação às regras de distribuição pública e difusão, cada empresa Nível 1 deverá manter, no mínimo, 25% das ações em circulação, visando melhorar a liquidez e a pulverização das ações. E, nas distribuições públicas, deverão ser adotados procedimentos especiais para garantir acesso a todos os investidores interessados, procedimentos estes que estarão citados em prospectos que também descrevem os fatores de risco e a análise da administração a respeito das demonstrações financeiras, oferecendo mais subsídios para a precificação das ações.

Encerram-se os compromissos assumidos no Nível 1 com a realização de pelo menos uma reunião anual com interessados para promover maior aproximação com investidores e as divulgações de: um calendário anual dos eventos corporativos programados, dos termos dos contratos firmados; e, por parte do acionista controlador (mensalmente), qualquer negociação referente a valores mobiliários da companhia, o que obriga a transparência dos negócios de indivíduos que possam ter acesso a informações privilegiadas.

O Quadro 11 a seguir traz uma lista de empresas enquadradas no Nível 1 de Governança Corporativa.

Quadro 11 - Listagem de empresas enquadradas no Nível 1 de Governança Corporativa

Razão Social	Nome de Pregão
ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS
BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	BANRISUL
BCO PAN S.A.	BANCO PAN
BRADESPAR S.A.	BRADESPAR
BRASKEM S.A.	BRASKEM
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	ELETROBRAS
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	CESP
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	P.ACUCAR-CBD
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	CEEE-D
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	CEEE-GT
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	FERBASA
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	COPEL
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	TRAN PAULIST
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	EUCATEX
FRAS-LE S.A.	FRAS-LE
GERDAU S.A.	GERDAU
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	ITAUUNIBANCO
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	ITAUSA
METALURGICA GERDAU S.A.	GERDAU MET
OI S.A.	OI

(Continua)

(Quadro 11. Continuação)

PARANA BCO S.A.	PARANA
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART

SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	USIMINAS
VALE S.A.	VALE

Fonte: Bovespa (2016)

2.2.4.2 Nível 2

Inclui a adesão às regras contidas no nível 1, como também as seguintes práticas:

- Mandato de 1 ano e o mínimo de cinco membros para todo o conselho de administração;
- Incorporação à câmara de arbitragem do mercado para resolver conflitos de sociedade;
- Realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, por obrigatoriedade, pelo valor econômico, quando ocorrer cancelamento do registro de negociação ou fechamento de capital neste nível;
- Seguir as normas do US GAAP;
- Direito de voto a ações preferenciais, como na incorporação, transformação, fusão e cisão da companhia em assuntos que possa haver conflitos de interesses, aprovação de controle entre empresa e companhia do mesmo grupo;
- Quando da venda do controle da companhia, valor de no mínimo 80% para os detentores de ações preferenciais (*tag along*) com ampliação para todos os acionistas portadores de ações ordinárias das mesmas condições.

A disponibilização do balanço anual segundo normas USGAAP ou IAS35 objetiva facilitar a análise do investidor ao possibilitar maior obtenção de informações dos balanços. Leuz e Verrecchia (2000), observando empresas alemãs que adotaram padrões contábeis IAS ou US GAAP, encontraram evidências de que maiores níveis de abertura de informações proporcionam ganhos econômicos estatisticamente significantes.

Tag along é a extensão aos acionistas possuidores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando ocorre a venda do controle da companhia e de 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais, beneficiando o pequeno investidor e assegurando-lhe a chance de vender suas ações por um valor justo.

A possibilidade de voto estendida aos portadores de ações preferenciais em algumas matérias de importante relevância para o futuro da empresa possibilita ao investidor proteger melhor seus direitos. No caso de fechamento do capital ou cancelamento do registro, o investidor corre o risco de ver suas ações perderem valor e liquidez. Para combater esse risco, as companhias de Nível 2 são obrigadas a realizar uma oferta de compra de todas as ações em circulação por valor econômico a ser calculado por empresa especialista nesse assunto.

A Câmara de Arbitragem é o órgão produzido por árbitros especializados em questões financeiras, o que permite chegar a soluções mais justas e rápidas em casos de conflitos de interesses. Em caso de deslistagem, há uma compensação para o investidor, prejudicado pela falta de cumprimento de procedimentos acordados por parte da empresa, e a oferta pública de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico que a empresa deverá realizar em 90 dias.

O Quadro 12 a seguir traz uma lista de empresas enquadradas no Nível 2 de Governança Corporativa.

Quadro 13 - Listagem de empresas enquadradas no Nível 2 de Governança Corporativa

Razão Social	Nome de Pregão
--------------	----------------

AES TIETE ENERGIA SA	AES TIETE E
ALUPAR INVESTIMENTO S/A	ALUPAR
BCO ABC BRASIL S.A.	ABC BRASIL
BCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL
BCO PINE S.A.	PINE
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC
CIA SANEAMENTO DO PARANA – SANEPAR	SANEPAR
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO
ENERGISA S.A.	ENERGISA
FORJAS TAURUS S.A.	FORJA TAURUS
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	GOL
KLABIN S.A.	KLABIN S/A
MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	MULTIPLAN
RENOVA ENERGIA S.A.	RENOVA
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR
SUL AMERICA S.A.	SUL AMERICA
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	TAESA
VIA VAREJO S.A.	VIAVAREJO

Fonte: Bovespa (2016)

2.2.4.3 Novo Mercado

Engloba as aceitações das obrigações do Nível 2, como também as seguintes práticas:

- Quando na venda do controle compra por obrigação das ações dos minoritários, nas mesmas condições de negociação dos majoritários (*tag along*);
- É vedado ter partes beneficiárias em circulação;
- Direito ao voto dos acionistas, por ações ordinárias.

A Bovespa criou o Novo Mercado, bolsa na qual são negociados papéis de empresas que incorporam melhores regras de proteção dos acionistas minoritários, como também maior transparência nas suas contas. O Novo Mercado pretende proporcionar maior credibilidade aos investimentos realizados em bolsa.

O Novo Mercado é um segmento destinado à negociação de ações emitidas por companhias que voluntariamente se comprometem com práticas adicionais de Governança Corporativa, além daquelas que já são exigidas. Essas regras são mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira.

A seguir, apresenta-se a listagem de empresas enquadradas no Novo Mercado de Governança Corporativa (Quadro 13).

Quadro 13 - Listagem de empresas enquadradas no Novo Mercado de Governança Corporativa

Razão Social

Nome de Pregão

ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	ALIANSCCE
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	AREZZO CO
B2W - COMPANHIA DIGITAL	B2W DIGITAL
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	BBSEGURIDADE
BCO BRASIL S.A.	BRASIL
BIOSEV S.A.	BIOSEV
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	BMFBOVESPA
BR INSURANCE CORRETORA DE SEGUROS S.A.	BR INSURANCE
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	BR MALLS PAR
BR PROPERTIES S.A.	BR PROPERT
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	BR BROKERS
BRASIL PHARMA S.A.	BR PHARMA
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	BRASILAGRO
BRF S.A.	BRF SA
CCR S.A.	CCR SA
CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.	CCX CARVAO
CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A.	ALLIAR
CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	CETIP
CIA HERING	CIA HERING
CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	LOCAMERICA
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SABESP
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	COPASA
CIELO S.A.	CIELO
CONTAX PARTICIPACOES S.A.	CONTAX
COSAN LOGISTICA S.A.	COSAN LOG
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	COSAN
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	CPFL RENOVAV
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CR2
CSU CARDSYSTEM S.A.	CSU CARDSYST
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	CVC BRASIL
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	CYRELA REALT
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	CYRE COM-CCP
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	DIRECIONAL
DURATEX S.A.	DURATEX
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	ECORODOVIAS
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR
EMBRAER S.A.	EMBRAER

(Continua)

(Quadro 13. Continuação)

ENEVA S.A	ENEVA
-----------	-------

ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	ENGIE BRASIL
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	ESTACIO PART
ETERNIT S.A.	ETERNIT
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	EZTEC
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FER HERINGER
FIBRIA CELULOSE S.A.	FIBRIA
FLEURY S.A.	FLEURY
FPC PAR CORRETORA DE SEGUROS S.A.	PARCORRETORA
GAEC EDUCAÇÃO S.A.	ANIMA
GAFISA S.A.	GAFISA
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GENERALSHOPP
GRENDENE S.A.	GRENDENE
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
HYPERMARCAS S.A.	HYPERMARCAS
IDEIASNET S.A.	IDEIASNET
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	IGUATEMI
INDUSTRIAS ROMI S.A.	INDS ROMI
INTERNATIONAL MEAL COMPANY ALIMENTACAO S.A.	IMC S/A
IOCHPE MAXION S.A.	IOCHP-MAXION
JBS S.A.	JBS
JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF PART
JSL S.A.	JSL
KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROTON
LIGHT S.A.	LIGHT S/A
LINX S.A.	LINX
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	LOG-IN
LOJAS RENNER S.A.	LOJAS RENNER
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	LOPES BRASIL
LUPATECH S.A.	LUPATECH
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	M.DIASBRANCO
MAGAZINE LUIZA S.A.	MAGAZ LUIZA
MAGNESITA REFRATARIOS S.A.	MAGNESITA SA
MAHLE-METAL LEVE S.A.	METAL LEVE
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	MARFRIG
MARISA LOJAS S.A.	LOJAS MARISA
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	METALFRIO

(Continua)

(Quadro 13. Continuação)

MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	MILLS
MINERVA S.A.	MINERVA
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	MMX MINER
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRV
MULTIPLUS S.A.	MULTIPLUS
NATURA COSMETICOS S.A.	NATURA
ODONTOPREV S.A.	ODONTOPREV
ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.	OGX PETROLEO
OSX BRASIL S.A.	OSX BRASIL
OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPACOES S.A.	OUROFINO S/A
PARANAPANEMA S.A.	PARANAPANEMA
PBG S/A	PORTOBELLO
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	PDG REALT
PETRO RIO S.A.	PETRORIO
POMIFRUTAS S/A	POMIFRUTAS
PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO
POSITIVO INFORMATICA S.A.	POSITIVO INF
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	PROFARMA
PRUMO LOGÍSTICA S.A.	PRUMO
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	QGEP PART
QUALICORP S.A.	QUALICORP
RAIA DROGASIL S.A.	RAIADROGASIL
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	LE LIS BLANC
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	RODOBENSIMOB
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
RUMO LOGISTICA OPERADORA MULTIMODAL S.A.	RUMO LOG
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	SANTOS BRP
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	SAO CARLOS
SAO MARTINHO S.A.	SAO MARTINHO
SER EDUCACIONAL S.A.	SER EDUCA
SLC AGRICOLA S.A.	SLC AGRICOLA
SMILES S.A.	SMILES

(Continua)

(Quadro 13. Continuação)

SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	SOMOS EDUCA
SONAE SIERRA BRASIL S.A.	SIERRABRASIL
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	SPRINGS
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	TIME FOR FUN
TARPON INVESTIMENTOS S.A.	TARPON INV
TECHNOS S.A.	TECHNOS
TECNISA S.A.	TECNISA
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	TEGMA
TERRA SANTA AGRO S.A.	TERRA SANTA
TIM PARTICIPACOES S.A.	TIM PART S/A
TOTVS S.A.	TOTVS
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	TRIUNFO PART
TRISUL S.A.	TRISUL
TUPY S.A.	TUPY
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	ULTRAPAR
UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.	UNICASA
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	VALID
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	VIVER
WEG S.A.	WEG

Fonte: Bovespa (2016)

Para Peixe (2003), as vantagens de as empresas participarem do Novo Mercado é que conseguirão menores custos de capacitação, pois os investidores dispõem-se a pagar um prêmio para as empresas com maior grau de transparência e que adotam melhores práticas de governança corporativa.

A proibição de emissões de ações preferenciais assegura que todos os investidores possam ter o direito a voto. Acionistas exercem seu poder basicamente votando para nomearem diretores e resolverem assuntos importantes da companhia. Por exemplo, os acionistas estarão melhores protegidos quando os direitos de dividendos estiverem fortemente ligados aos direitos de votação, o que é conhecido por uma-ação-um-voto (LA PORTA; LOPEZ; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

As condições iniciais para fazer as análises são semelhantes, assumindo a existência de dois fluxos de caixa. No primeiro fluxo, os benefícios das ações vão para os acionistas; no segundo, os benefícios privados vão para os controladores. Assumem também a existência de duas equipes rivais na administração, sendo uma incumbente e outra tentando chegar ao poder, as duas com habilidades diferentes e, por isso, afetando de maneira diferente os níveis de benefícios que vão para acionistas e controladores. Grossman e Hart (1988) dizem que, nessa situação, a existência de uma-ação-um-voto é de longe favorável às demais estruturas de votação.

Lock up period é o período de vedação a que os controladores estão sujeitos para que não vendam ações nos seis meses seguintes após a emissão. Do sétimo mês ao final do primeiro ano, os controladores ficam liberados para vender no máximo 40% de suas ações, o que assegura ao investidor que os controladores não abrirão mão de suas ações após a oferta pública e que, com a emissão, estão somente almejando sócios para financiar a empresa e dividir riscos.

Segundo a Bovespa (2016), as companhias do Nível 1 devem se comprometer, especialmente com melhores informações ao mercado e com disseminação acionária. Em contrapartida, as do Nível 2 e as do Novo Mercado devem aderir a um conjunto de regras de Governança Corporativa com maior amplitude e direitos completivos para os acionistas minoritários.

A incorporação a estes níveis do mercado é facultativa devido aos custos iniciais, em grande parte de ordem operacional, para se enquadrar às regras de governança sem ter nenhuma certeza do retorno sobre estes custos, tendo em vista que a criação deste segmento é recente e poucos casos estariam à disposição como fonte de observação inicial. A premissa básica é que a aceitação de boas práticas de Governança Corporativa pelas companhias oferece maior credibilidade ao mercado de ações e, conseqüentemente, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em comprarem as suas ações, bem como pagarem um valor melhor por elas, diminuindo, assim, seu custo de captação.

Com a criação dos segmentos diferenciados de listagem (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), que foram de grande importância para a volta do mercado de capitais brasileiros como fonte de financiamento para as empresas, foi obtido o crescimento do número de IPOs a partir de 2004. No referido ano, sete empresas realizaram Ofertas Públicas Iniciais e captaram R\$4,3 bilhões. O ponto alto do número de IPOs na BMF & BOVESPA foi em 2007, quando 64 empresas captaram R\$55 bilhões através de IPOs. A Tabela 2 a seguir apresenta o histórico de abertura de capital entre 2001 e 2008 em número de empresas.

Tabela 2 - Histórico de abertura de capital entre 2004 e 2010 em número de empresas

Anos	Nível 1 de Governança Corporativa	Nível 2 de Governança Corporativa	Novo Mercado	Totais	
				Ano a ano	Acumulado
2001	15	-	-	15	15
2002	6	3	2	11	26
2003	10	-	-	10	36
2004	2	7	7	16	52
2005	3	1	12	16	68
2006	-	3	23	26	94
2007	8	5	55	68	162
2008	-1	-1	-	-2	160
Totais	43	18	99	160	320

Fonte: BOVESPA (2016).

2.2.5 Benefícios da Governança Corporativa no Brasil

As vantagens da Governança Corporativa para as empresas e de sua administração através de conselhos podem apresentar melhores decisões na aplicação de recursos, as quais acarretam no aumento do valor do acionista e no respeito de seus direitos. Para a verificação dessa melhora de desempenho e análise da estratégia de longo prazo, é necessário observar, especialmente, os indicadores financeiros das empresas dos níveis diferenciados.

Outro benefício oferecido pela Governança Corporativa refere-se à resposta do mercado, pois, geralmente, ocorre um aumento no interesse dos investidores nas ações das empresas que incorporaram as suas práticas, acarretando em valorização do preço da ação e um maior número de negócios, implicando na liquidez e, até mesmo, na concentração de propriedade da empresa.

A Bovespa, com o intuito de observar os retornos das empresas com Governança Corporativa, estabeleceu o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) que contém as empresas do Novo Mercado, do Nível 2 e Nível 1, analisando uma carteira de ações que pode ser comparada com outros índices que medem o comportamento da bolsa em geral. A definição do IGC, segundo a Bovespa (2016), é descrita a seguir.

O IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – tem por objetivo ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas listadas no Novo Mercado ou nos Níveis 1 ou 2 da BM&FBOVESPA. É um índice de retorno total.

A criação do IGC foi afixada em um valor nominal de 1000 pontos em 2001 com a chegada da criação dos níveis diferenciados de Governança Corporativa. A evolução no período de 2001 a 2015 do índice pode ser observada na Tabela 3 a seguir:

Tabela 3 - Evolução do IGC

Ano	Índice de fechamento Nominal	Variação Anual Nominal	Índice de Fechamento em US\$	Variação Anual em US\$
2001	1.010,98	1,09	435,69	0,20
2002	1.026,90	1,57	290,63	-33,29
2003	1.845,41	79,70	638,73	119,76
2004	2.545,00	37,90	958,83	50,11
2005	3.658,81	43,76	1.563,13	63,02
2006	5.169,65	41,29	2.417,98	54,68
2007	6.800,59	31,54	3.839,32	58,78
2009	6.779,55	83,37	3.893,61	146,12
2010	7.629,88	12,54	4.579,21	17,60
2011	6.679,89	-12,45	3.561,09	-22,23
2012	7.950,45	19,02	3.890,60	9,25
2013	7.788,16	-2,04	3.324,58	-14,54
2014	7.968,84	2,31	3.000,09	-9,76
2015	7.014,72	-11,97	1.796,44	-40,12

Fonte: Bovespa (2016)

Desta forma, pode-se observar, por meio da Tabela 3, o crescimento do índice de Governança Corporativa no período, expressando uma crescente entrada de empresas e, com isso, um aumento do valor teórico da carteira e um consequente aumento na quantidade de negócios.

Podemos verificar, no gráfico a seguir (Figura 2), na linha azul, o crescimento do Índice Diferenciado de Governança Corporativa (composto por empresas que aderiram aos níveis diferenciados de GC) frente ao Índice da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA demonstrado pela linha vermelha (composta por empresas que estão nos níveis tradicionais de GC), no período de 8 anos (2008-2016). Verifica-se que as empresas que aderiram ao IDGC cresceram **75%** enquanto o IBOV cresceu apenas **47%**. O crescimento deste índice está intimamente relacionado à geração de confiança dos investidores em função da adoção de melhores práticas de Governança Corporativa certificado pelas regras dos níveis diferenciados de GC.



Figura 2 - Evolução do IDGC *versus* Ibovespa

Fonte: Revista Exame (2017)

2.3 Barreiras Encontradas para Adesão de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

2.3.1 Custos da Governança Corporativa no Brasil

A filiação das empresas na Governança Corporativa pode ter como consequência um aumento da liquidez das ações dos atuais sócios, através do aumento do número de negócios, ou, ainda, retornos iniciais maiores na emissão de ações, ocorridos pelo fortalecimento da imagem institucional da empresa.

No entanto, a aceitação de práticas de Governança Corporativa, que, no caso do Brasil, é o ingresso nos Níveis 1 e 2 ou no Novo Mercado, acarreta custos financeiros para as empresas, tanto na transmissão de ações, como no cumprimento das obrigações e requisitos exigidos após o seu lançamento inicial. Segundo publicação da Bovespa (2016), custos de abertura de capital são custos necessários para a manutenção das companhias abertas.

O total dos custos financeiros é apontado como um empecilho para a abertura de capital, pois depende do aumento do número de funcionários, da organização interna, da presença de

departamento jurídico, da contratação de auditorias, da implantação de padrões contábeis, do relacionamento com bancos ou corretoras de valores, da propaganda para o mercado nos meios de comunicação e outros.

A publicação citada acima estuda o valor de emissão de ações ou abertura de capital, considerando os custos de contratação de auditoria externa, consultoria jurídica especializada, o processo de *marketing* da distribuição, as exigências da CVM e a comissão da instituição financeira (corretora de valores, banco de investimento ou distribuidora), que terá o papel de coordenadora da operação.

Nesta análise, não foram avaliados os custos ligados à contratação de consultorias especializadas em abertura de capital, as quais poderão fazer uma análise prévia da viabilidade da operação. A consultoria prévia poderá ser elaborada pela própria instituição financeira coordenadora da operação, cujo custo já estará incluído nas comissões, que variam em função de alguns fatores. Como exemplos de fatores tem-se o lançamento de ações, que pode ser local ou internacional; o tipo de regime de colocação (garantia firme ou melhores esforços), o preço da operação, entre outros.

A organização da média desses custos de abertura pode ser analisada na Tabela 4 a seguir.

Tabela 4 - Custo da emissão de R\$100 milhões em ações no Brasil

Custo*	Descrição	Empresa Pequeno Porte		Empresa Médio Porte	
		R\$	%	R\$	%
	Contratação de auditoria externa independente - Padrão contábil brasileiro	150	4	180	4
	Convocação, publicação, aviso e apresentação ao mercado	100	2	230	5
Custos ligados à fase de preparação da distribuição de ações	Registro e exigências da CVM	84	2	152	4
	Comissão da instituição financeira e publicação da venda	3054	86	3056	81
	Contratação de auditoria externa independente - padrão contábil internacional	150	4	180	4
Totais		4071	100	4331	100

Fonte: Bovespa (2016)

* Critérios utilizados nas estimativas de custos do relatório: Empresas de Pequeno Porte - até R\$200 milhões de receita operacional líquida / Empresas de Médio Porte - receita entre R\$201 milhões e R\$500 milhões.

Em uma simulação de R\$ 100 milhões em ações no Brasil, observa-se que, aproximadamente, 4% do valor das ações é obrigatório na etapa de abertura de capital e distribuição das ações no mercado, representando em torno de R\$ 4 milhões, a serem considerados para as empresas como custos com a abertura de capital.

Segundo a Tabela 4, para a empresa responder ao nível máximo de Governança Corporativa, amparando-se nos requisitos do Novo Mercado, já na abertura inicial, representa, principalmente, estar preparada internamente para atender a padrões internacionais de contabilidade – US GAAP e International Financial Reporting Standards (IFRS). Sendo assim, seu impacto de custo não é muito significativo, representando aproximadamente 4% do montante total de emissão, ou seja, um valor próximo a R\$200 mil.

Este fato pode ser uma das razões para explicar o motivo pelo qual a maioria das empresas faz sua primeira oferta pública diretamente no Novo Mercado, como verificaram Andrade e Rossetti (2009, p. 445):

[...] cabendo notar que das 122 empresas desses segmentos no final do 1º semestre de 2007, 69, equivalentes a 56,6% do total, são empresas que abriram o seu capital nos últimos cinco anos, aderindo ao Novo Mercado. Subtraindo essas empresas do total das listagens nos segmentos de governança, a proporção em relação de 20,4 cai para 13,7 companhias listadas na bolsa.

As empresas aumentaram o número de ofertas iniciais durante a década de 2000, e o Novo Mercado puxou a maioria dessas empresas, porém o custo de manutenção neste nível aumenta depois da abertura de capitais, o que pode representar um motivo para a pouca migração entre os níveis.

Após a abertura de capital, a empresa começa a ter os custos concernentes às publicações nos segmentos especializados, as anuidades da Bovespa e da CVM, o serviço de escrituração de ações, área de relação com investidores, as apresentações ao mercado (eventos, reuniões, viagens, publicidades etc.). Auditorias externas e outros (brindes, materiais utilizados, bonificações).

As publicações impostas às empresas, como regras de *disclosure*, significam a divulgação de atos societários, avisos e fatos importantes em jornais, revistas e outros meios especializados. Somando-se a isto, o custo aumenta conforme o tamanho dentro das publicações, ocorrendo casos de divulgação de informações no exterior, ou, ainda, a contratação de assessoria de imprensa e outros gastos como a manutenção de informações em *sites* do mercado.

As anuidades da Bovespa e da CVM passam a representar um custo obrigatório, independentemente do nível de Governança Corporativa afiliado. No caso da Bovespa, o valor é proporcional ao capital social das empresas, dentro de uma faixa, com a anuidade mínima de R\$ 8.000,00 e a máxima de R\$ 850.000,00. Já a anuidade da CVM retrata os pagamentos trimestrais, como taxa de fiscalização do órgão. Tal valor é em relação ao patrimônio líquido das empresas, porém também possuem uma faixa fixa, com o valor mínimo aproximado de R\$ 5.000,00 e máximo de R\$ 15.0000.

Outro custo após a oferta inicial é o serviço de escrituração de ações, que se refere ao registro, documentação e atividades operacionais, como, por exemplo, pagamento de dividendos, cálculo de juros, bonificações, subscrições, agrupamentos e desdobramentos de ações.

Este serviço quase sempre é realizado através da contratação de uma instituição financeira. Seu custo depende do grau de relacionamento entre a empresa e a instituição, do tempo do contrato entre as partes, do número de acionistas e, também, do número de eventos ocorridos durante o exercício social.

De acordo com a pesquisa citada da Bovespa (2016), no geral, as empresas pagam uma mensalidade fixa e um montante variável para cada tipo de evento ocorrido durante o exercício social. A aferição anual utilizada é de R\$ 30.000,00 para empresas de pequeno porte, de R\$ 60.000,00 para empresas de médio porte e de R\$ 90.000,00 para empresas de grande porte.

Com uma pesquisa de campo, através do envio de questionários às empresas, a Bovespa organizou itens e estabeleceu uma média de desembolsos referentes a esses principais custos, demonstrados na Tabela 5 a seguir.

As fundamentais diferenças de custo após um lançamento inicial de ações, referentes às práticas de Governança Corporativa, comprometem, principalmente, o relacionamento com investidores, auditorias externas e apresentações ao mercado.

O custo relacionado com a estruturação da área de relação com investidores não se trata de um custo obrigatório para o Nível 1, com exceção do Diretor de Relações com o Mercado, que é a ponte de comunicação entre a empresa e os investidores ou analistas. Já no Nível 2 e no Novo Mercado, este custo passa a ser um custo obrigatório, o qual pode variar muito devido à remuneração dos conselheiros da empresa.

A área de relação com investidores tem o intuito de transmitir as informações, as perspectivas, o desempenho e as estratégias do conselho de administração da empresa, realizando os eventos para os acionistas e investidores. Dentro disso, o custo ainda pode variar devido aos serviços feitos por essa área, como, por exemplo, elaboração de *websites*, reuniões, congressos e outros.

Por último, existe o custo de apresentações ao mercado, que está relacionado com as despesas da área de relacionamento dos investidores, acarretando gastos financeiros que variam de acordo com o evento, o tamanho da campanha, viagens, passagens e outros. Ainda na Tabela 5, foi acatada, para a formação deste custo, a realização de reuniões com analistas e a distribuição de material informativo. No caso de empresas de médio porte, além da reunião, foi considerada uma apresentação adicional em outro Estado e, no caso de empresas de grande porte, foram consideradas as apresentações anteriores e duas apresentações extras no exterior.

Diante do exposto, os custos para as empresas de capital aberto são classificados em duas categorias: os custos obrigatórios, que representam todos os gastos de manutenção da empresa aberta, e os custos não obrigatórios, relativos aos custos de Governança Corporativa, os quais são aplicados especialmente às empresas do Nível 2 e do Novo Mercado. De acordo com a Bovespa, o cálculo dos custos com a Governança Corporativa pode ser analisados na Tabela 5.

Tabela 5 - Custo anual de Manutenção no Novo Mercado

Custo	Descrição	Empresa de Pequeno Porte	Empresa Grande Porte
		R\$	R\$
	Auditoria independente – padrão Contábil brasileiro	100.000	408.000
	Publicação de atos societários e de Demonstrações financeiras	113.408	340.224
Custos de manutenção da condição de companhia aberta (todos os níveis)	Anuidades relativas à Bolsa de Valores	113.500	886.500
	Taxas de fiscalização da CVM	13.259	13.259
	Serviço de escrituração de ações	30.000	90.000
	Diversos	10.000	30.000

Fonte: Custos de abertura de capital e de manutenção da condição de companhia aberta - Bovespa (2016)

Critérios utilizados nas estimativas de custos do relatório:

Empresas de Pequeno Porte - até R\$200 milhões de receita operacional líquida

Empresas de Médio Porte - receita entre R\$201 milhões e R\$500 milhões

Empresas de Grande Porte - receita acima de R\$500 milhões

A Tabela 5 revela o acréscimo nos custos das empresas para se filiarem nos níveis diferenciados de Governança Corporativa, sendo que os valores representam médias de desembolsos conquistadas através de uma pesquisa de campo.

O aumento de custo pode impedir a mudança para o Nível 2 e Novo Mercado. Por outro lado, como visto anteriormente, o ajustamento desses níveis na oferta inicial não representam um grande impacto, aproximadamente 4% do montante total gasto de abertura de capital, auxiliando o ingresso diretamente nesses níveis.

O custo do Novo Mercado aproxima-se ao custo total das empresas listadas na bolsa. No caso das empresas de grande porte, o valor do Novo Mercado extrapola os seus custos de manutenção. Isto significa que estar no Novo Mercado corresponde a dobrar os custos das empresas de capital aberto, as quais não aderiram às práticas mais altas de governança.

Sendo assim, o principal aumento de custos com a Governança Corporativa é relativo aos gastos da empresa com apresentações, eventos, com a contratação de auditoria independente para os padrões internacionais de contabilidade e com a estrutura da área de relação dos investidores.

Este choque de custo pode representar um obstáculo para as empresas na mudança para níveis mais elevados de Governança Corporativa, sendo necessário observar os principais benefícios trazidos com a adesão a essas práticas.

2.3.2 Assimetria Informacional

O estudo sobre Governança Corporativa gera o entendimento do que seja “assimetria informacional” ou “informação assimétrica”, em razão da estreita relação que existe entre ambas e a Teoria da Agência. De acordo com Akdere e Azevedo (2006, p. 49), “Ocorre assimetria informacional quando a capacidade do principal de monitorar o trabalho e o comportamento do agente fica limitada, restrita ou interrompida por outros fatores conhecidos apenas pelo agente”.

Melhor dizendo, constitui-se como assimetria informacional a situação na qual os gestores obtêm informação privilegiada a respeito das perspectivas das empresas nas quais trabalham, de modo que investidores e o mercado como um todo ficam sem essa prerrogativa devido à sua ausência na gestão dessas empresas das quais são proprietários ou interessados. Sendo assim, os gestores, quase sempre, têm informações melhores sobre suas empresas do que os investidores externos. Por exemplo, os administradores sabem mais a respeito dos custos, da posição competitiva e das oportunidades de investimentos da empresa do que os seus proprietários.

Com base em Cicogna, Valle e Toneto Júnior (2005, p. 3), pode-se dizer que a assimetria de informações leva a dois problemas: 1) à seleção adversa e 2) ao risco moral. O primeiro problema refere-se à possibilidade de o investidor ou credor selecionar as empresas de maior risco em detrimento das menos arriscadas. O segundo diz respeito à possibilidade de as empresas agirem de maneira que vá contra os interesses dos fornecedores de recursos e não gerarem o máximo empenho para que os recursos aplicados sejam bem gerenciados e as promessas de pagamento sejam cumpridas (problema principal-agente).

Contudo, uma forma possível de desviar o problema da assimetria informacional é a contratação de auditoria independente para fiscalizar a administração, bem como dar incentivos a essa administração para que suas preferências fiquem alinhadas às dos proprietários. (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 140).

Por essas razões, as empresas estão mais preocupadas em aumentar o nível de evidenciação e transparência de suas informações – redução da assimetria informacional como forma de fornecer maior segurança ao mercado e, principalmente, aos investidores. Assim, a divulgação eficaz de informações é essencial para certificar que o mercado, especialmente os investidores, possa entender melhor o desempenho da empresa e, conseqüentemente, o seu perfil de risco.

Portanto, cabe a um bom sistema de Governança Corporativa procurar, sempre, reduzir a assimetria informacional existente entre aqueles que participam, direta ou indiretamente, da gestão e os que têm algum interesse econômico-financeiro na companhia. Isso é concretizado através da divulgação pública de informações adicionais ao mercado, não sendo restrito apenas às informações exigidas legalmente. Então, a partir do momento em que a empresa aumenta o grau de transparência de sua gestão e dos resultados por ela alcançados, o mercado, como um todo, fica mais confiante, aumentando a probabilidade de investimento ou financiamento nos negócios dessa empresa.

Essas explicações confirmam os comentários de Ribeiro Neto e Famá (2003, p. 3), quando afirmam que “[...] os mecanismos de governança visam diminuir os efeitos da assimetria informacional, atribuindo importância idêntica aos interesses de todas as partes da organização, conseqüentemente minimizando os problemas decorrentes do conflito de agência.”

Com relação ao Brasil, tendo em vista o mercado de capitais ser excessivamente concentrado e poucas empresas com o controle acionário negociado em Bolsa, existe pouca assimetria informacional entre administradores e investidores, uma vez que os proprietários têm acesso privilegiado às informações das empresas (LOPES, 2002, p. 90-91).

2.3.3 Teoria da Agência

A discussão sobre a necessidade de aprimoramento da Governança Corporativa nas empresas surgiu como resposta a diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores em empresas com estrutura de propriedade pulverizada e dos acionistas minoritários por acionistas controladores em empresas com estrutura de propriedade concentrada. Estes registros decorrem do problema de agência dos gestores, que ocorre quando os gestores tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza de todos os acionistas, motivo pelo qual são contratados. Desta forma, o entendimento da Governança Corporativa passa pela compreensão de como ocorre o problema de agência nas empresas e de quais mecanismos poderiam ser empregados para sua mitigação.

Jensen e Meckling (1976) apresentaram artigo seminal com escopo teórico sobre a teoria da agência. Os autores defendem que os problemas de agência surgem com essa separação entre propriedade e controle, devido às diferenças de motivação e objetivos, assimetria de informação e preferências de risco que existem entre os proprietários e os gestores.

Jensen e Meckling (1976, p. 308), definem um relacionamento de agência como:

um contrato no qual uma ou mais pessoas - o principal - engajam outra pessoa - o agente - para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente". Se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. No caso da relação entre acionistas e gestores, os acionistas podem limitar as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados para eles. Desta forma, os acionistas incorrem em custos para alinhar os interesses dos gestores aos seus, que são chamados de custos de agência.

Jensen e Meckling (2008), em seu artigo Teoria da Firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade, recorrem aos mais novos desenvolvimentos da Teoria da Firma, dentre eles, os direitos de propriedade da Agência e das finanças. Os autores relatam que existe uma vasta literatura sobre o assunto, mas defendem a especificação dos direitos individuais para determinar como as recompensas e os custos serão distribuídos entre os participantes seja em qual for a organização. Também observam que os indivíduos confiam seus pertences aos administradores com base em um complexo conjunto de relações contratuais que determinam os direitos das partes envolvidas.

De acordo com Jensen e Meckling (2008) o custo de agência é definido como a soma de três fatores:

1. Despesas de monitoramento por parte do principal (uma ou mais pessoas que empregam outra pessoa);
2. Despesas com o consentimento de garantias nos contratos por parte dos agentes (pessoas empregadas pelo principal);
3. Do custo residual.

Os autores restringem a atenção apenas na análise dos custos de agência criados pelos acordos contratuais entre o proprietário e a alta administração da empresa. Tal enfoque difere, sobretudo, da maioria da literatura existente, pois esta se concentra quase que de forma exclusiva nos aspectos da teoria.

Jensen e Meckling (2008) definem relação de agência como sendo um contrato no qual o principal emprega o agente para fazer em seu nome um trabalho que acarrete a transferência do poder de decisão ao agente. Também observam que, geralmente, é impossível para o principal ou o agente manter a um custo zero a relação de agência. Na maioria dos casos das

relações de agência, eles incidirão em custos positivos de garantias contratuais e de monitoramento.

Segundo Jensen e Meckling (2008) o proprietário integral é um administrador que possui cem por cento dos direitos residuais de uma firma. Quando essa firma, de propriedade integral, é administrada pelo proprietário, ele tomará decisões operacionais que potencializarão a utilidade para si próprio. O proprietário arcará com todos os custos esperados. Acionistas minoritários potenciais observarão que os interesses do proprietário administrador serão em algum momento diferentes de seus próprios interesses. Sendo assim, o preço que pagarão pelas ações irá repercutir sobre os custos de monitoramento e o efeito da diferença entre os interesses do administrador e dos acionistas.

Jensen e Meckling (2008) afirmam que os direitos parciais sobre o resultado do proprietário administrador diminuem à medida que a parcela do seu capital próprio também diminui. Esse fato irá incentivá-lo a tomar para si maior quantidade de recursos corporativos sob a forma de vantagens. Isso contribui para que os acionistas minoritários sintam desejo de gastar mais recursos para observar o comportamento do administrador, de forma que os custos do proprietário aumentam à medida que a sua propriedade parcial diminui.

Segundo Jensen e Meckling (2008) os conflitos de agência mais importantes são oriundos da relação da diminuição do direito pela propriedade do administrador e também da diminuição do seu incentivo às atividades criativas, como novos empreendimentos lucrativos.

Na história, observa-se que as empresas foram administradas por seus proprietários fundadores e seus descendentes. Assim, a sua propriedade e o seu controle ficavam sempre sob a responsabilidade da mesma pessoa. No entanto, com o crescimento e o desenvolvimento das empresas, os negócios foram ficando mais complexos, surgindo a separação entre a propriedade e o controle, pois tornou-se difícil, ou quase impossível, que os proprietários também centralizem a função de controle das grandes empresas.

Nesse contexto, a revolução da administração transferiu o controle da firma, que era do empresário, para os administradores profissionais, enquanto a propriedade tornou-se afastada entre muitos acionistas não interessados diretamente nas atividades operacionais da empresa, mas, principalmente, preocupados em diferenciar e gerenciar o risco de seus investimentos.

Essas mudanças formaram as modernas corporações, nas quais predomina a separação eficiente de propriedade e controle administrativo. Dentro dessa concepção, uma alegação legal básica que suporta essa separação eficiente é o objetivo principal das atividades da firma, que deve ser o de aumentar o seu resultado e os ganhos financeiros dos acionistas. (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 1999).

Ao contrário, inexistindo a separação entre administração e controle, uma empresa seguramente fica limitada às habilidades de seus proprietários para administrá-la e tomarem decisões estratégicas eficientes. Assim, essa separação é eficientemente correta do ponto de vista teórico e econômico. Desse modo, a separação entre proprietários e administradores forma uma relação de agência, a qual é definida por Jensen e Meckling (1976, p. 308) da seguinte forma:

Definimos uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) contrata outra pessoa (o agente) para desempenhar algum serviço em nome do principal, envolvendo a delegação de algum poder de tomada de decisão ao agente. Se ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade, existe uma boa razão para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os melhores interesses do principal.

Por sua vez, Hitt, Ireland e Hoskisson (1999) comentam que uma relação de agência existe quando uma parte delega a responsabilidade de tomada de decisão a uma segunda parte por uma compensação. Apesar disso, com essa separação entre propriedade e controle, podem

surgir problemas da relação principal-agente ou, mais notadamente, da relação entre os proprietários (acionistas) e os gestores, tendo em vista os interesses divergentes desses atores em relação à companhia, pois cada lado buscará melhorar seu próprio *status* à revelia da prosperidade da companhia (AKDERE; AZEVEDO, 2006, p. 50).

Assim, os problemas começam a surgir quando um agente toma decisões que acarretam na perseguição de objetivos conflitantes com os interesses do principal. Por isso, a relação principal-agente pode levar ao oportunismo administrativo, observado como atitudes ou comportamentos tortuosos em relação à companhia na busca de interesses pessoais (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 1999, p. 357).

Brigham e Houston (2003, p. 17) interpretam um Problema de Agência como o “Conflito potencial de interesses entre o agente (o administrador) e os acionistas externos à administração ou os credores (portadores de títulos de dívida)”. Portanto, considerando que a reputação atual dos agentes (gestores) é um guia imperfeito para o seu comportamento futuro e não é fácil observar o oportunismo administrativo, o principal (acionista) estipula mecanismos de governança e controle para alinhar os interesses de todos os participantes da companhia, de modo a garantir a continuidade e a prosperidade dos negócios.

Contudo, “[...] uma reintegração entre propriedade e controle pode promover investimentos produtivos e melhorar a rentabilidade da corporação.” (LEHMANN; WARNING; WEIGAND, 2004, p. 280). Rozo (2003, p. 23) classifica os fundamentos da Teoria da Agência da seguinte forma:

A teoria da agência trata de problemas resultantes dos conflitos de interesse que emergem numa relação de contrato, formal ou informal, quando as partes contratantes possuem informação assimétrica ou há presença de interesse. O principal objetivo dessa teoria é explicar como as partes contratantes efetuam seus contratos de forma a minimizar os custos associados aos problemas de informação assimétrica e incerteza. A teoria da agência também ressalta a existência do mercado e de mecanismos institucionais capazes de completar os contratos para reduzir aqueles problemas.

Apesar disso, é de conhecimento de todos que as questões corporativas geram conflitos de interesse e, conseqüentemente, riscos que, se não forem gerenciados adequadamente, causam empecilho ao cumprimento de metas, reduzem o valor da corporação e podem colocar em risco a sua continuidade e sobrevivência. Conduzindo a discussão sobre conflitos de agência para a realidade das empresas brasileiras, registram-se os seguintes comentários de Silveira (2005, p. 56):

A alta concentração da propriedade (posse de ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionistas e gestores, como nos países anglo-saxões com estrutura de propriedade pulverizada.

Sendo assim, observa-se essa característica nas empresas brasileiras no que diz respeito aos conflitos de agência, pois, enquanto a teoria diz que eles existem principalmente entre gestores e proprietários, nas companhias brasileiras prevalecem aqueles entre acionistas controladores e acionistas não controladores.

Esse fato ajusta-se com as observações de Shleifer e Vishny (1997), os quais observaram que, nas grandes corporações de vários países, o problema principal de governança não é o conflito referente à separação entre propriedade e controle, mas as relações entre acionistas majoritários e acionistas não controladores (ou minoritários). Com relação a esse tipo de conflito, Rozo (2003, p. 9) faz o seguinte comentário:

Quando a segregação do capital culmina com o aparecimento de acionistas minoritários não gestores, surge um conflito potencial entre esses e os acionistas majoritários que caracteriza o que denominamos segundo conflito de Governança Corporativa, onde acionistas minoritários podem ser expropriados pelos majoritários.

Assim sendo, enquanto o primeiro conflito de Governança Corporativa diz respeito aos gestores e proprietários, o segundo está relacionado aos acionistas majoritários controladores e acionistas não controladores, que é o mais comum nas empresas brasileiras.

Por isso, o principal desafio para o movimento da Governança Corporativa no Brasil é incentivar as companhias a aperfeiçoarem suas práticas de governança para a proteção dos acionistas não controladores, bem como dos credores de longo prazo, já que as mudanças necessárias na legislação pertinente são muito lentas.

Sobre isto, Carvalho (2002, p. 21) diz que essa proteção é composta pelo conjunto de regras/leis (*corporate governance*); disponibilidade de fluxo contínuo de informações importantes que autorize aos acionistas não controladores e credores avaliarem se seus direitos estão sendo observados (*disclosure*) e potencial dos agentes para fazerem com que seus direitos legais sejam observados (*enforcement*). Nesse caso, La Porta et al. (2000) destacam que as leis e a rigidez com que são cobradas são fatores determinantes dos direitos que os detentores de títulos possuem e do quão bem eles estão protegidos para reaverem seus recursos.

Nesse mesmo contexto, Leal e Saito (2003) relatam que o alto índice de emissão de ações preferenciais nas companhias brasileiras atua como o principal mecanismo de separação entre propriedade e controle, autorizando os acionistas majoritários a manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa e, em consequência, aumentando o incentivo para a expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Esse ponto negativo de expropriação da riqueza por parte dos gestores e acionistas majoritários pode ocorrer de várias formas. La Porta et al. (2004, p. 498-499) relacionam os seguintes exemplos:

- a) gestores e acionistas majoritários somente se apropriam dos lucros;
- b) gestores e acionistas majoritários vendem, por preços inferiores aos praticados pelo mercado, ativos da firma que controlam para outra que possuam;
- c) admissão de membros da família em posições da alta administração sem apresentarem qualificação para as funções;
- d) remuneração de executivos com valores maiores dos praticados pelo mercado etc.

Assim, através desses exemplos, percebe-se que a expropriação está diretamente ligada ao problema de agência, que focaliza na consumação de privilégios por administradores e outras formas de construção de riqueza. Em outras palavras, pode-se entender que existe a possibilidade de que alguns gestores e acionistas majoritários utilizem o lucro da companhia em benefício próprio em vez de retornar o dinheiro, de forma igualitária e proporcional, para todos os investidores.

Nesse caso, Dubeux (2001, p. 49) reforça que a expropriação reflete no enfraquecimento da geração de riquezas provenientes de operações de financiamento no mercado de capitais, pois os investidores potenciais passam a se recusar a financiar as empresas, o que, por sua vez, cria dificuldade para as atividades empresariais e empreendedoras, fundamentais para o impulso da economia. Como forma de eliminar ou minimizar os conflitos de agência, Pedreira e Santos (2004, p. 2) escrevem o seguinte:

[...] a estrutura da governança deve especificar a atribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa – como os dirigentes, acionistas, conselho de administração e outros *stakeholders* – e detalhar as regras e procedimentos para tomada de decisões no que se refere a assuntos corporativos. Por fazer isso, provê a estrutura pela qual os objetivos da companhia são definidos e os meios para atingir seus objetivos e monitorar seu desempenho.

Como observado, o problema de agência significa um desafio importante para a Governança Corporativa e, conforme ressaltado por Yamamoto e Prado (2003), poderia ser solucionado por meio da elaboração de contratos perfeitos que abracassem, em suas cláusulas, todas as formas de relacionamento, deveres e obrigações das partes e todas as possibilidades de contingenciamento. Essa solução, embora ideal, é impraticável, sendo os conflitos de interesses minimizados através da elaboração de contratos com regras claras, mas não eliminados.

Enfim, o problema de agência dos gestores ou administradores é a base para o entendimento dos problemas de Governança Corporativa e o ponto de partida para se descobrir a melhor estrutura de governança a ser adotado em cada empresa. Andrade e Rossetti (2009, p. 205) abordam os custos de agência atribuídos aos gestores e os incorridos pelos acionistas (Quadro 14).

Quadro 14 – Os custos de agência: os atribuíveis aos gestores e os incorridos pelos acionistas

PROPÓSITOS IMPERFEITAMENTE SIMÉTRICOS
<ul style="list-style-type: none"> - O axioma de Klein: a inexistência do contrato completo. - O axioma de Jensen-Meckling: a inexistência do agente perfeito.
OS CUSTOS DE AGÊNCIA
<p>Ações dos gestores</p> <ul style="list-style-type: none"> - Oportunismo: remunerações e benefícios excessivos autoconcedidos. - Resistência a ações vantajosas: liquidação, cisões e fusões. - Juízo gerencial: decisões impactantes não condensadas. - Crescimento em detrimento de maximização do retorno. - Estratégias de diversificação destruidoras do valor da companhia, mas redutoras dos riscos da Diretoria Executiva. - Conflitos de interesse: preços de transferência abaixo dos de mercado para empresas de que os gestores são acionistas. - Nepotismo e outras formas de proteção conflitantes com os interesses da companhia. - Acesso assimétrico a informações. - Resistência a avaliações estruturadas de desempenho da Diretoria Executiva. - Gestão de resultados com foco em prazos curtos. - Anulação do poder de influência dos Conselhos de Administração e de outros colegiados internos. - Descompromisso com a perpetuação da empresa. <p>Ações dos acionistas</p> <ul style="list-style-type: none"> - Elaboração e estruturação de contratos. - Monitoramento dos outorgados. - Construção e manutenção de sistemas onerosos de informações gerenciais. - Concessão, aos gestores, de mecanismos de retribuição atrelados a resultados, para harmonização de interesses.

Fonte: Andrade e Rossetti (2009, p. 205)

CAPÍTULO III

3 METODOLOGIA

3.1 Delineamento da Pesquisa

A natureza desta pesquisa é qualitativa, visto que busca novas informações e relações para verificação e ampliação do conhecimento disponível sobre o assunto, partindo das questões e focos de interesse amplo, envolvendo a obtenção de dados descritivos sobre pessoas, lugares e processos, por meio de contato direto do pesquisador com o objeto de pesquisa e facilitando a compreensão dos fenômenos segundo a perspectiva dos sujeitos da situação em estudo (GODOY, 1995, p. 21).

De acordo com Godoy (1995), o enfoque qualitativo apresenta as seguintes características: o pesquisador é o instrumento-chave, o ambiente é a fonte direta dos dados, não requer o uso de técnicas e métodos estatísticos, tem caráter descritivo, o resultado não é o foco da abordagem, mas sim o processo e seu significado, ou seja, o principal objetivo é a interpretação do fenômeno objeto de estudo.

Triviños (1987, p. 132) afirma que é importante que a pesquisa qualitativa tenha como característica a busca por:

[...] uma espécie de representatividade do grupo maior dos sujeitos que participarão no estudo. Porém, não é, em geral, a preocupação dela a quantificação da amostragem. E, ao invés da aleatoriedade, decide intencionalmente, considerando uma série de condições (sujeitos que sejam essenciais, segundo o ponto de vista do investigador, para o esclarecimento do assunto em foco; facilidade para se encontrar com as pessoas; tempo do indivíduo para as entrevistas, etc.).

Para Creswell (2014), no campo da pesquisa qualitativa, é fundamental a compreensão dos pressupostos filosóficos (crenças), como também das teorias (orientações fundamentadas) e, ainda, como ocorrerá a articulação entre elas. A posição do pesquisador será de total inserção no ambiente e interação com os participantes, uma vez que atua profissionalmente no campo da pesquisa.

Em relação ao pressuposto metodológico, o processo de pesquisa seguirá o rigor científico necessário para a validação e credibilidade, mas também se consideram as experiências e observações do campo, articulando, de forma contínua, a teoria e a prática. Em relação ao tipo de pesquisa, será adotado o estudo de caso. Segundo Triviños (1987, p. 133), “dentre os tipos de pesquisa qualitativa, talvez o estudo de caso seja um dos mais relevantes”.

Esta pesquisa foi estruturada a partir de Yin (2015), segundo o qual o estudo de caso é um modo de pesquisa empírica que investiga fenômenos contemporâneos em seu contexto real, quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos; quando existem mais variáveis de interesse do que ponto de dados; quando se baseia em diversas fontes de evidências; e quando há proposições teóricas para conduzir a coleta e a análise de dados.

A escolha dessa estratégia de pesquisa está fundamentada em Yin (2015), que recomenda a utilização do estudo de caso único quando o assunto for original e revelador. Segundo Roesch (1999, p. 197), o principal ponto do estudo de caso “[...] reside em sua capacidade de explorar processos sociais à medida que eles se desenrolam nas organizações”, possibilitando uma avaliação processual, contextual e longitudinal das diversas atitudes e significados que se demonstram e são estabelecidas dentro delas.

A visão mais apropriada dessas estratégias de pesquisas é ampla e favorece a utilização para três propósitos, em que o estudo de caso é recomendado – exploratório, descritivo ou

explanatório (YIN, 2015, p. 22). Nesta dissertação, utilizou-se o estudo de caso descritivo, em que se procurou conhecer as barreiras e benefícios para adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa na organização à luz das principais teorias pertinentes ao tema. Triviños (1987, p. 110) ressalta que o estudo descritivo tem como objetivo descrever, com exatidão, “os fatos e fenômenos de determinada realidade”.

Corroborando Triviños (1987), Vergara (2012, p. 47) afirma que a pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno e pode também estabelecer correlações entre variáveis, bem como definir sua natureza.

Com base nesses critérios, justifica-se a escolha do estudo de caso como estratégia de pesquisa na presente pesquisa, que se classifica como bibliográfica, documental e como estudo de caso. Bibliográfica por promover uma revisão de literatura sobre o tema; sobre a pesquisa documental. Roesch (1999) diz que os documentos da organização se configuram como uma das fontes mais utilizadas em pesquisas no campo da Administração.

3.2 Técnicas de Coleta de Dados

Como técnica de coleta de dados Yin (2015) destaca seis fontes de evidência numa estratégia de estudo de caso: documentação, registros em arquivos, entrevistas, observações diretas, observação participante e artefatos físicos. Essas fontes de evidências podem ser maximizadas por meio da utilização de três princípios que, se adequadamente observados, podem ajudar a conferir maior confiabilidade ao estudo de caso: a) a utilização de várias fontes de evidências; b) a criação de um banco de dados para o estudo de caso; e c) a manutenção e encadeamento de evidências (YIN, 2015).

No tocante ao primeiro princípio, assinala Yin (2015) que a maior vantagem do uso de fontes múltiplas de evidências é o desenvolvimento de linhas convergentes de investigação. Nesse aspecto, o autor considera que um processo de triangulação pode ser a solução, uma vez que contribui para corroborar um mesmo fato ou fenômeno. Seguindo essa orientação, este estudo utilizará as seguintes fontes de evidências: entrevista focal, questionários com questões abertas, documentos e observação simples.

O pesquisador aplicará, num momento inicial, um questionário com roteiro estruturado, contendo perguntas abertas, visando coletar a impressão das atividades inerentes à pergunta de pesquisa sobre a ótica: Qual a percepção do setor de Relação com Investidores sobre as barreiras e benefícios para adesão nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa?

O uso do questionário é evidente pela necessidade de identificar a percepção dos atores envolvidos na Governança Corporativa e responsáveis pela intermediação empresa e mercado. Dessa forma, subsidia-se a construção de perguntas em roteiro semiestruturado a ser utilizado na etapa de entrevistas com funcionários do nível estratégico, objetivando colher informações sobre os processos existentes e suas inter-relações na configuração do problema de pesquisa, criando, assim, um diálogo com a evidência (YIN, 2015).

3.3 Objetivo primário da pesquisa

O objetivo primário da pesquisa é demonstrar a organização, por meio dos métodos de coletas de dados apresentados, levantamento bibliográfico, levantamento documental e entrevistas, as barreiras e benefícios encontrados para adesão de maiores níveis de Governança Corporativa e seus reflexos na geração de valores para os acionistas do grupo Siderúrgico.

3.4 Justificativas Práticas e Teóricas

3.4.1 Relevância

Este trabalho é relevante na medida em que ofereceu à organização conhecimento das barreiras e benefícios encontrados e possíveis benefícios trazidos pela adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa.

3.4.2 Oportunidade da questão de pesquisa

A oportunidade da pesquisa é trazer uma nova visão para os administradores do grupo siderúrgico, de modo a observarem a importância das melhores práticas de Governança Corporativa requerida pelos investidores.

3.4.3 Viabilidade da proposta

A viabilidade desta pesquisa está relacionada com possíveis ganhos que a empresa obterá com o processo de adesão dos níveis diferenciados de GC. Dentre eles, podem-se citar: aumento de transparência, aumento do valor de suas ações no mercado financeiro, maior captação de financiamentos, maiores investimentos e, conseqüentemente, crescimento da organização, aumento no nível de empregos, trazendo, assim, crescimento econômico e financeiro para todos os *stakeholders*.

3.5 Etapas do Planejamento da Pesquisa

3.5.1 Fontes de dados

Para este trabalho, serão utilizadas pesquisas bibliográficas, bem como pesquisa documental da organização, a qual permita verificar a estrutura da organização com o intuito levantar quais são as barreiras e benefícios para adesão dos Níveis 2 e Novo Mercado estabelecidos pela Bovespa.

3.5.2 Plano de amostragem e métodos de contato

Segundo Roesch (1999), a amostragem representa uma parte da população que é representativa nas áreas de interesse da pesquisa. Assim, o pesquisador lançou mão de uma amostragem probabilística por amostragem intencional ou por conveniência, cujo objetivo é selecionar os indivíduos a partir de sua posição hierárquica e conhecimento técnico e por estarem intrinsecamente ligados às atividades relacionadas ao problema investigado.

Assim, os sujeitos da pesquisa são os administradores da instituição que estão envolvidos diretamente com Governança Corporativa, sendo adotados como critérios de seleção dois quesitos: no primeiro, a posição hierárquica (chefias); no segundo, os funcionários que trabalham no setor de Relação com Investidores, tendo em vista que eles são os responsáveis por fazerem a intermediação entre empresa e mercado.

O Quadro 15 a seguir é um exemplo do modelo de identificação dos sujeitos de pesquisa, quanto às suas características.

Quadro 15 - Modelo de identificação dos sujeitos de pesquisa, quanto as suas características

Código de Identificação	Cargos	Setor	Tempo na Empresa
--------------------------------	---------------	--------------	-------------------------

E01	Gerente de Relação com Investidores	Diretoria	15
E02	Especialista em Relação com Investidores	Diretoria	6
E03	Analista Sênior em Relação com Investidores	Diretoria	8
E04	Analista Pleno em Relação com Investidores	Diretoria	3

Fonte: Elaboração própria

3.5.3 Plano de coleta de dados

O plano de coleta de dados consistiu em duas etapas. Na primeira etapa, foi realizada pesquisa bibliográfica e pesquisa documental através da obtenção de informações publicadas em livros, jornais, revistas, internet, publicações para o mercado financeiro etc. Já na segunda etapa, foram realizadas entrevistas semiestruturadas com objetivo de aprofundar a investigação e coletar dados sobre as barreiras e benefícios para adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa.

Segundo Vergara (2012), a entrevista é um dos métodos de coleta de dados mais utilizado quando se trata de coletar informações e interagir com o campo, e que planejada, executada e interpretada adequadamente pelo pesquisador traz enormes contribuições para a investigação, elevando as chances de conclusões mais adequadas. Assim, todas as etapas requerem do pesquisador a ida ao campo com a finalidade de obter informações que contribuam para elucidar a problemática investigada.

Seguindo o processo de coleta de dados, o uso de entrevistas na pesquisa qualitativa como instrumento de coleta de dados nem sempre é adequado a toda situação de pesquisa. Seu uso deve se ater a situações em que o pesquisador precisa mapear práticas que não estejam claramente definidas.

Sendo assim, lançando mão dos passos definidos por Creswell (2014), o pesquisador deve decidir sobre as perguntas que serão respondidas, identificar os entrevistados por meio de uma amostragem intencional, determinar o tipo de entrevista, se individual ou em grupo, determinar os procedimentos de registro adequados durante a condução das entrevistas, estabelecer um protocolo de entrevista, promover o teste-piloto, determinar o local, obter o consentimento do entrevistado e ser respeitoso e gentil durante toda a entrevista.

3.5.4 Técnica de análise dos dados coletados

Hair Jr. et al. (2014) e Bardin (1979) ressaltam que a análise de dados parte de um processo indutivo cujo objetivo é expor os dados coletados na etapa pretérita a partir de uma

análise de conteúdo. Tal análise busca identificar a materialidade linguística expressa nos manuais já existentes, tratando as informações contidas na mensagem. Dessa forma, é possível obter o máximo de informações sobre o objeto de pesquisa e seu comportamento ao longo do tempo, bem como uma análise de discurso a partir dos elementos coletados por meio das entrevistas realizadas com agentes.

Nesse sentido a análise de conteúdo será utilizada para analisar a materialidade linguística através das condições empíricas do texto, por meio do estabelecimento de categoriais que permitam sua interpretação, esperando compreender o pensamento dos sujeitos de pesquisa a partir do conteúdo expresso pelos textos (CAREGNATO; MUTTI, 2006).

3.5.5 Limitações do método e ferramentas de pesquisa

Como a abordagem qualitativa, realizada por meio de estudo de caso, fica restrita a um determinado contexto (ROESCH, 1999), não se esperam generalizações ou inferências a partir dos resultados obtidos pela pesquisa. Segundo Vergara (2012), uma das limitações que se pode encontrar na realização de uma entrevista é a dificuldade de comunicação entre o entrevistado e o entrevistador, elevando o risco de respostas que pouco contribuam para a pesquisa.

As entrevistas podem apresentar limitações que incluem: dificuldades de comunicação e, conseqüentemente, respostas superficiais; o entrevistado pode se sentir inibido ou em posição defensiva; pode haver informações parciais devido à falta de memória, tanto do entrevistador, na transcrição, quanto do entrevistado, nas respostas. Por fim, outra limitação que pode ser apontada se refere à possibilidade de a interação entre o pesquisador e o sujeito de pesquisa durante as entrevistas ser conduzida de forma que o entrevistado queira se desvencilhar rapidamente. Desta forma, ele acaba dizendo o que imagina que o entrevistador gostaria de ouvir, podendo, também, distorcer informações, apresentar verdades parciais ou mentir (ROESCH, 1999; VERGARA, 2012, YIN, 2015).

O trabalho não abordou todos os autores que pesquisam sobre o tema em função do tempo necessário para a conclusão da pesquisa.

Devido à amplitude e à internacionalização da empresa em estudo e os seus diversos ramos de atividade, o estudo ficou restrito nas diretorias: Executiva, Controladoria e no setor de Relação com Investidores. Essa restrição é consequência do universo que empresa se insere e a sua extensão territorial e internacional. A expansão geográfica da empresa, conforme relatado, encontra-se distribuída em diversas partes do Brasil e do mundo.

CAPÍTULO IV

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS DA PESQUISA

Inspirada no *Neuer Markt* da bolsa alemã, a Bovepa criou o Novo Mercado, com o objetivo de “proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias” (BOVESPA, 2016). Com o objetivo de facilitar a aderência às melhores práticas, foram criados níveis menos exigentes, de modo que as empresas possam chegar a aderir ao Novo Mercado de forma gradual. O Nível 1 apresenta menor exigência; já no Nível 2, as companhias comprometem-se a cumprir um conjunto mais amplo de práticas de governança relacionadas aos direitos societários dos acionistas minoritários. No nível mais alto, denominado Novo Mercado, as exigências atingem o nível máximo de melhores práticas (BOVESPA, 2016).

A empresa pesquisada está enquadrada no nível tradicional de Governança Corporativa. Desta forma, com o objetivo de identificar e apresentar as barreiras e os benefícios para adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, foram realizadas entrevistas com membros do setor de Relação com Investidores de uma companhia que visa atingir o nível 1 de GC.

As entrevistas realizadas foram em carácter intencional com executivos do setor de Relação com Investidores, tendo em vista serem os responsáveis por fazer a intermediação empresa/mercado. Os entrevistados assinaram o Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (**conforme Anexo A**), foram instruídos quanto à participação voluntária, garantia do sigilo e anonimato quando da utilização de suas narrativas.

Os dados empíricos da pesquisa de campo foram coletados durante o período de 15/02/2017 a 20/02/2017 por meio da realização de quatro entrevistas. Com tal propósito, foi aplicado um questionário com roteiro estruturado, contendo 21 perguntas abertas, com base no Manual de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (**conforme Apêndice B**), visando coletar a impressão das atividades inerentes à pergunta de pesquisa: Qual a percepção do setor de Relação com Investidores sobre as barreiras e benefícios encontrados para adesão nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa? As entrevistas foram gravadas com autorização prévia dos participantes e, em seguida, integralmente transcritas pelo pesquisador **conforme apêndice A**.

As entrevistas foram aplicadas nas dependências das unidades do setor de Relação com Investidores e permitiram coletar um total de três horas e vinte minutos de gravação, tendo sua transcrição gerado cerca de quinze páginas.

Os dados foram analisados e interpretados por meio de abordagem indutiva e da hermenêutica interpretacionista, a partir da leitura dos dados brutos, interpretação, estabelecimento da ideia central e criação de categorias, tendo como parâmetros-guia os objetivos final e intermediários elencados por esta pesquisa.

A análise dos dados de campo permitiu identificar **14 categorias**, conforme ilustradas pelo Quadro 16, através das quais foi possível responder à pergunta da pesquisa, bem como os objetivos intermediários e final. Estas categorias possibilitaram, também, mapear as principais barreiras e benefícios de GC encontrados no grupo siderúrgico, apresentar os diversos benefícios descritos na literatura e propor a adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa.

O primeiro questionamento foi sobre o acesso a informações, verificando se há algum documento corporativo que explique o modelo de Governança Corporativa adotado pela empresa. De acordo com os entrevistados, existem estatutos e códigos que são consultados em

caso de dúvidas pelos colaboradores. Porém, é destacado que não existe uma comunicação assertiva sobre a Governança Corporativa. Conforme relata o entrevistado 4:

(...) o que acontece é que as pessoas não conhecem o código de ética, não conhecem o estatuto social da própria companhia e, dessa forma, também não têm contato com os conselhos e membros da diretoria. Isso deveria pela prática da Governança Corporativa ter uma comunicação mais linear. Mas não, as pessoas limitam-se ao seu espaço de trabalho e seu cargo e não têm um acesso tão amplo quanto às diretrizes da companhia poderiam realmente ser aplicadas. Nós temos todos esses processos, mas eles estão lá para as pessoas que têm curiosidade de conhecer (...).

Corroborando o relato anterior, o entrevistado 3 disse que não existe correlação entre código de ética e manual do IBGC. Segundo ele, não há uma Gerência responsável sobre Governança Corporativa. Existe um setor de riscos corporativos para cuidar desses assuntos, porém cada setor possui seu próprio procedimento interno, conforme relatado:

Existe um setor de riscos, porém cada área possui o seu próprio procedimento. A comunicação é estreita. ‘As pessoas não conhecem o estatuto’, ‘não conhecem o Código de Ética’, ‘as pessoas não têm curiosidade de conhecer’. Foi lançado um dia de COMPLIANCE DAY, contudo, ‘as pessoas estão muito preocupadas com suas atividades internas’.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) lançou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que visa aumentar o valor da sociedade, além de melhorar seu desempenho e facilitar o acesso ao capital a custos mais baixos. No próprio manual, o IBGC (2015) sugere que as melhores práticas de Governança Corporativa façam parte do código de ética das empresas.

Sobre o nível de conhecimento dos administradores sobre o Código de Governança Corporativa do IBGC, o entrevistado 1 comenta que o conhecimento na companhia é baixo, a empresa não investe em treinamentos sobre esse tema, conforme relato a seguir:

O código de ética é consultado apenas em casos de dúvidas. A empresa e os funcionários não estão preocupados com esse assunto e talvez, por isso, o baixo conhecimento. Esta lacuna de conhecimento é justificada pelo fato de que o próprio presidente da companhia é o maior acionista.

A opinião de todos os entrevistados convergiu no sentido de que há um déficit em conhecimento por parte dos gestores sobre o código de Governança Corporativa do IBGC e da cartilha de melhores práticas de Governança Corporativa da CVM. O entrevistado 2 opina que a companhia lida com este tema há pouco tempo, apenas desde 2015.

Neste contexto, o entrevistado 2 comenta: “acredito que a alta administração conheça sobre o tema, porém as informações não são disseminadas e “o dono não tem interesse sobre o assunto”.

Sobre o preparo técnico da equipe, o entrevistado 2 acrescenta:

Eu, particularmente, desconheço todas as exigências. No caso da contabilidade, a companhia já adota, porém por questão de imposição feita para a empresa se adaptar às novas exigências. A meu ver, se não houver imposições ou multas que obriguem a adoção do procedimento, dificilmente as pessoas vão se adaptar e se capacitar para atender às exigências. Talvez eu possa ser uma evidência de que as pessoas não estão capacitadas tecnicamente para atender todas as exigências e Governança Corporativa.

Sobre a cultura da empresa, o entrevistado 3 comenta que trabalha há 15 anos no setor de Relação com Investidores. Segundo ele, algumas empresas de capital aberto cumprem as principais exigências dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, contudo, as empresas familiares têm a cultura de centralização de poder dentro da própria família, conforme trecho da entrevista a seguir:

Eu tenho 15 anos de mercado, trabalhei no RI de algumas empresas de São Paulo. As culturas familiares são mais difíceis de mudar. Algumas empresas cumprem todas as exigências dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, porém, a família entende que o membro da família seria o mais indicado para administrar a empresa. Isso ocorre hoje aqui na empresa.

O entrevistado 4 define a cultura familiar de acordo com sua experiência:

(...). As culturas familiares são mais diferentes, mais difíceis para se conseguir mudar todo o processo ou colocar na cabeça das pessoas da família a mudança. Aqui na companhia, o dono poderia aderir a uma estrutura de Governança Corporativa mais clara, transparente, na qual ele sairia, deixaria um presidente, criaria um conselho de administração na qual ele dirigiria. Essa seria uma estrutura que as empresas estão obedecendo, na qual elas deixam um membro que toque o processo que não seja da família.

Para Gorga (2004), a cultura de centralização de informações faz com que os acionistas controladores se sintam como donos exclusivos das empresas, mesmo havendo uma significativa parcela do capital nas mãos dos acionistas minoritários, prejudicando a confiabilidade das decisões estratégicas.

O controle familiar pode proporcionar vantagem aos interesses da família sobre os *stakeholders* e outros acionistas (La Porta et al., 1998). A empresa em questão apresenta cultura familiar, com comando das principais tomadas de decisões sendo realizados pelo dono, que, além de principal acionista, é o presidente da companhia.

Em relação à preparação técnica do corpo de profissionais para cumprir todas as exigências para adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, tais como utilizar as normas internacionais e as principais barreiras, o entrevistado 1 respondeu que as pessoas não conhecem profundamente o tema. Segundo ele, os relatórios em IFRS e US GAAP são empregados muito mais por exigência internacional do que propriamente para atender a melhores práticas de Governança Corporativa.

As pessoas não conhecem profundamente sobre Governança Corporativa. Elas precisariam ser treinadas, elas não estão preparadas tecnicamente. Eu, particularmente, desconheço todas as exigências dos níveis diferenciados de governança corporativa. Se isso não for impositivo, se não tiver multas, dificilmente haverá investimentos para treinamento das pessoas. Hoje elas não estão preparadas.

Sobre a percepção do setor de Relação com Investidores em relação à restrição do conhecimento sobre governança, o entrevistado 3 comentou:

Em relação ao conhecimento sobre normas das melhores práticas de Governança é restrito e baixo o nível de conhecimento sobre o assunto. As pessoas em caso de dúvidas, perguntam ao jurídico societário, o conhecimento é muito baixo. A prioridade da organização não é Governança Corporativa. Isso pode ser uma causa da baixa disseminação do conhecimento.

As mudanças geralmente provocam preocupações e anseios nos funcionários. Em função disso, foi indagado se existe o receio entre as equipes de funcionários quanto ao atendimento dos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Sobre tal questionamento, o entrevistado 2 faz a seguinte colocação:

As mudanças geralmente provocam receio nos funcionários, as pessoas têm medo! Têm receios de solicitações das auditorias, os controles internos estão fracos, a companhia não está preparada. A Lei Sarbanes Oxley ajuda a fortalecer os controles internos, contudo só isso não basta.

Corroborando com esta resposta, o entrevistado 3 comenta, a seguir, sobre as auditorias e controles internos da Lei Sarbanes Oxley:

Acho que cria certo medo, receio. No patamar que estamos já existe certo receio às auditorias referentes à Lei Sarbanes Oxley, pois os nossos controles são fracos em relação às exigências do nível. Existe percepção geral na companhia sobre a fragilidade em nossos controles.

Devido à preocupação em relação à adequação da Lei Sarbanes Oxley nas empresas brasileiras, o Comitê de Auditoria da Lei Sarbanes Oxley (Comitê criado dentro da GER) foi fundado dentro da organização e denominado Setor de Riscos Corporativos. A auditoria referente à Lei Sarbanes Oxley tem o objetivo de proteger os investidores de fraudes e é aplicável a todas as companhias que negociam suas ações na Wall Street (GRADILONE, 2005).

Com relação às regras da Bovespa sobre os níveis diferenciados de governança, a companhia estudada não demonstra priorização no seu planejamento estratégico, e para os funcionários questionados sobre o assunto, a empresa não demonstra interesse. Nas palavras do entrevistado 2:

O departamento de RI considera de extrema importância que a companhia se adapte e siga essas regras para atingir os níveis máximos de Governança Corporativa. Porém, na companhia como um todo, isto não é prioridade. Eu não percebo que os investidores façam exigência de níveis máximos fazendo com que no planejamento estratégico esse atendimento esteja como uma das últimas prioridades.

Segundo o entrevistado 4, a empresa tem receio de perda de controle devido à cultura familiar. A empresa apresenta características que a aproximariam do Novo Mercado, como *free float* acima de 25%, ter apenas ações ordinárias, ter Conselho composto por cinco membros, preparar balanço baseado no IFRS. Entretanto, a corporação acredita que o mercado será conquistado apenas com seus resultados financeiros, independentemente do controle através da Governança Corporativa. Para os entrevistados 1 e 3, não há interesse por parte da empresa e não existe cronograma para implantação.

Entretanto, nos estudos de Cicogna (2007) foi evidenciado que as empresas pertencentes aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa possuem menor volume de dívidas totais em sua estrutura de capital, em função do endividamento de curto prazo e menor participação das dívidas onerosas, podendo-se concluir, então, que melhores níveis de Governança Corporativa podem facilitar o acesso ao crédito.

A companhia em questão encontra-se em endividamento e orçamento estreito. Quanto a isso, na opinião do entrevistado 1, uma das principais causas de o nível de caixa da empresa

estar baixo em relação às suas exigências financeiras talvez seja o fato de a Governança Corporativa não estar tão bem estruturada.

O entrevistado 3 expõe que o controle interno da empresa ainda é muito manual, existindo grande quantidade de lançamentos manuais que exigem apenas uma assinatura da área de contabilidade. Existe percepção geral de fragilidade de controles internos segundo o entrevistado 1.

Sobre o plano de sucessão, os entrevistados 1, 2 e 3 não têm conhecimento sobre o assunto. Apenas o entrevistado 4 expressou sua opinião, argumentando que não há sucessão, porém ele comenta que os membros da família são mais favorecidos para cargos executivos e de confiança, mas que não existe um plano de sucessão, conforme descrito a seguir:

Não há plano de sucessão; membros da família são favorecidos, cargos de confiança são distribuídos dentro da própria família, mas não existe plano de sucessão, o próprio filho do presidente passou por aqui, fez alguns treinamentos em áreas específicas, foi preparado para mercado, não para administrar a empresa.

A sucessão de lideranças exige prudência e dedicação, pois este processo deve visar a continuidade da empresa. O IBGC (2015) aponta que o desejo de institucionalizar e perpetuar o modelo de negócio da empresa é um fator de motivação para adoção de boas práticas de Governança Corporativa. No caso da companhia abordada, o sistema de sucessão não é bem visualizado pelos funcionários, considerando os dados levantados na entrevista.

Quanto à questão de abertura do capital apenas a ações ordinárias, a empresa apresenta 100% de ações desse tipo, porém não há clareza sobre o motivo na área de Relações com Investidores, segundo as respostas dos entrevistados. Para o entrevistado 2, a abertura foi uma solução que ofereceu à companhia captação de recursos sem a perda do controle.

O entrevistado 4, por sua vez, diz que a empresa não tem interesse em abrir seu capital em apenas ações ordinárias, pois não quer dividir o controle com terceiros.

A empresa não tem interesse em abrir seu capital em apenas ações ordinárias. A empresa não quer dividir o controle. A empresa procura sempre manter dentro da própria família o controle.

Como afirmado anteriormente, pelas palavras do entrevistado 4, o Conselho de Administração da companhia é composto por cinco membros, que é o número mínimo para empresas de níveis diferenciados de Governança Corporativa. Entretanto, o entrevistado 2 destaca que a cultura familiar ainda prevalece no conselho:

A empresa cumpre tudo que é proposto, porém procura sempre manter dentro da própria família esse conselho de administração, para que o controle não saia das mãos do dono.

De acordo com os entrevistados, a empresa não garante direitos de *tag along* para as ações preferenciais porque não quer perder a centralização do controle.

Segundo os entrevistados 1, 2 e 3, a empresa não resolve problemas societários em câmaras de arbitragem. Não existe hoje, na empresa, câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários. Eles comentam que também desconhecem conflitos societários atuais.

Não existe câmara de arbitragem, tudo é resolvido na própria sala. Não tem conflitos societários hoje na CIA, Não existe câmara de arbitragem, talvez porque o Presidente é também o maior acionista.

O entrevistado 4 acredita que a câmara de arbitragem não seria um impeditivo para adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa e que poderia até trazer uma segurança para a presidência:

Já ouvi dizer para colocar câmara de arbitragem na CIA, mas isso não aconteceu ainda. Acredito que a câmara de arbitragem não seria um impeditivo para adesão não, acredito que a presidência se sentiria segura!

Uma das principais barreiras apontadas por todos os entrevistados foi o apego à propriedade e ao controle. Segundo eles, na organização, existe forte apego à propriedade e ao controle e grandes barreiras para mudança. Tal fato, segundo eles, gera, inclusive, alta rotatividade dentro dos cargos de alta gestão e ocorre, principalmente, em função da preservação do cargo do presidente da empresa.

Na minha percepção, a empresa tem total apego à propriedade e ao controle. Existem barreiras para mudança. Existe apego e preservação ao cargo do presidente, muita rotatividade entre a alta administração.

Em relação aos custos incorridos no processo de adesão para adoção dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, que são considerados barreiras pela literatura, houve opiniões divergentes entre os entrevistados. Segundo o entrevistado 1, os custos não seriam impeditivos para a adesão porque a empresa já assume alguns desses custos, como a divulgação de seus demonstrativos financeiros em IFRS e US GAAP.

Segundo o entrevistado 2, os custos para adesão dos níveis diferenciados não seria um impeditivo; a principal barreira é cultural e de vontade de aderir.

Segundo o entrevistado 3, os custos incorridos no processo é uma das barreiras para a adesão, contudo não é a principal.

O entrevistado 4 considera os custos como uma barreira para adesão, porém não considera como impeditivo. Para ele, deveriam ser provados para a empresa os custos *versus* benefícios da adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, conforme destacado a seguir:

Os custos incorridos no processo de adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, considero uma barreira, mas não é a principal. Tem que provar que vale a pena aderir. Para cumprir o que tem hoje, a presidência já acha caro! Não sei se o custo e benefício valeriam a pena.

Os entrevistados não conseguiram mensurar em relação às mudanças que ocorreriam dentro da organização se esta aderisse aos níveis diferenciados de Governança Corporativa.

Autores interpretam um problema de Agência como o conflito potencial de interesses entre o agente (o administrador) e os acionistas externos à administração ou os credores (portadores de títulos de dívidas).

Jensen e Meckling (1976, p. 308) definem um relacionamento de agência como:

Um contrato no qual uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de

autoridade para tomada de decisão pelo agente. Se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. No caso da relação entre acionistas e gestores, os acionistas podem limitar as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados para eles. Desta forma, os acionistas incorrem em custos para alinhar os interesses dos gestores aos seus, que são chamados de custos de agência.

O IBGC (2015) aponta que a Governança Corporativa visa superar o chamado ‘conflito de agência’, que é o fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial, em que o “principal”, titular da propriedade, delega ao “agente” o poder de decisão sobre essa propriedade. Essa delegação ocasiona os chamados conflitos de agência, pois os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Os entrevistados concordam que este é um problema enfrentado pela empresa; entretanto, segundo todos os entrevistados, a teoria da agência não é aplicável na empresa. Em seguida, o entrevistado 3 expõe seus motivos.

Como o principal acionista é também o administrador, não existe esse tipo de conflito. O foco do acionista é maior para a distribuição dos dividendos do que para a saúde financeira e perpetuação do negócio em longo prazo. Enquanto que os outros investidores demonstram preocupação quanto à sustentabilidade do negócio a longo prazo. Sendo então, um conflito inverso ao que demonstra a literatura.

Nascimento e Bianchi (2005), por meio de pesquisa empírica, definiram que a área de controladoria pode ser considerada um mecanismo interno de Governança Corporativa, pois amplia a segurança dos usuários das informações sobre a empresa. Ao proporcionar a divulgação dos atos de sua administração com a transparência requerida, possibilita a redução da assimetria informacional e a minimização dos conflitos de agência através do monitoramento do processo de gestão e da manutenção dos sistemas de controles que a apoia.

A assimetria de informações pode ser uma barreira para adesão de níveis diferenciados de Governança Corporativa. Na empresa em estudo, existe grande assimetria de informações de todos os tipos, como relata o entrevistado 2:

Existe uma grande assimetria, principalmente, com as empresas *offshore*, talvez por não utilizarem o mesmo sistema operacional. Mas também dentro do Brasil. A grande barreira é o controle. Outra barreira é a gestão de informações contábeis, que é muito manual e gera bastante retrabalho e falta de segurança nas informações. São relatadas deficiências básicas no controle que dificultam até a consolidação dos resultados da empresa.

Estas informações apresentam coerência com as respostas apresentadas pelos demais. O entrevistado 4 ainda salienta a situação de pirâmide inversa: no topo, estão todas as informações, porém não escoam bem para a base, ficando esta carente de informações assertivas.

Existem, porém, barreiras e dificuldades para aderir aos níveis mais elevados de mercado. Em uma pesquisa buscando estabelecer essas barreiras, Peixe (2003) identificou quatro indicadores, sendo três deles ligados à dimensão de governança e um relacionado com a dimensão de controle da companhia. O maior obstáculo segundo a autora foi a emissão apenas de ações ordinárias, com 87,5%. Em segundo lugar, apontaram o direito de voto às ações

preferenciais em matérias de alto impacto (61,9%); em terceiro, listaram a adesão à câmara de arbitragem e o *tag along*, ambos com 52,4%.

Migrando para o caso da companhia em questão, de acordo com os dados da entrevista, são obtidas as seguintes informações:

Segundo o entrevistado 3, as principais barreiras para a companhia estão relacionadas a deficiências no controle interno, processos contábeis manuais que geram retrabalhos, demora na divulgação dos resultados para o mercado. A distribuição de dividendos é definida e designada pelo presidente, o que, segundo o referido entrevistado, é um impeditivo porque pode ferir as expectativas dos acionistas minoritários.

De acordo com o entrevistado 2, as principais barreiras para adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa estão relacionadas à centralização e apego à propriedade e ao controle. Neste contexto, ele faz a seguinte declaração:

Aderir os níveis teriam consequências para os dois lados (empresa e mercado). As principais barreiras, na minha opinião: centralização de poder, apego à propriedade. Já que vamos perder o controle, o que vamos ganhar em troca?

O entrevistado 4 relata que as grandes barreiras para adesão dos níveis diferenciados de GC estão relacionadas a controles internos, centralização, apego à propriedade, o aumento de exigências estabelecidos pelos níveis diferenciados de GC, as exigências de obrigatoriedade de criar mais controles para responder a órgãos como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Sobre os controles internos, ele enfatizou:

Nossa empresa, historicamente, sempre divulga as informações contábeis no último dia. Entendo que o ideal seria divulgar o mais rápido possível as informações. Precisamos de mais procedimentos, as informações deveriam chegar mais rápido, existe um problema na fluidez. Hoje são feitos 5.000 lançamentos manuais, muito coisa é *pro forma*, não mitiga os riscos e erros. São muitos controles, mas, muitas das vezes não pega o que precisa.

Segundo relatos dos entrevistados do setor de Relação com Investidores em relação às principais barreiras para adesão de níveis diferenciados, os principais pontos levantados foram:

- a) Não existe interligação entre o código de ética e o código de melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC;
- b) Comunicação interna não é assertiva;
- c) Cultura familiar centralizadora;
- d) Baixo conhecimento sobre Governança Corporativa;
- e) Apego à propriedade e ao controle;
- f) Não há plano de sucessão na empresa;
- g) Não cumprimento do *tag along*;
- h) Não existe Câmara de Arbitragem;
- i) O principal acionista é o presidente da empresa;
- j) Existe assimetria informacional;

- k) Treinamentos e disseminação de conhecimento;
- l) Deficiências nos controles internos;
- m) Distribuição dos dividendos é definida e designada pelo presidente, isso é um grande impeditivo, porque fere as expectativas do acionista minoritário.

Na opinião do setor de Relação com Investidores, no que se refere ao nível de Governança Corporativa que a empresa acredita ser mais viável, foi obtida uma única conclusão: continuar no nível tradicional.

Segundo o entrevistado 1, a empresa já possui uma boa estrutura para migrar para os níveis diferenciados de Governança Corporativa, contudo não tem interesse, porque não entende ser viável neste momento.

De acordo com o entrevistado 2, o nível de GC mais viável para a companhia seria permanecer no nível tradicional, face à realidade atual da empresa. A referida entrevistada comenta: "Se eu fosse a presidenta", "permaneceria no tradicional". "Se eu fosse também a principal acionista".

O entrevistado 3 acredita ser mais viável para empresa permanecer no nível tradicional de Governança Corporativa. Segundo ele, para a empresa migrar para os níveis diferenciados de Governança Corporativa, seria necessário mudar muitas coisas. Ele comenta que o tempo de vida da bolsa de valores no Brasil é pequena e, por isso, algumas empresas ainda não dão o valor às melhores práticas de Governança Corporativa.

No Brasil temos pouco tempo de vida em Bolsa. Lá fora, o cara aposta sua aposentadoria naquela cesta de ações; então, para eles é muito relevante não estar cumprindo melhores práticas de Governança. No Brasil, a realidade é diferente!

Em relação aos benefícios, segundo o entrevistado 2, os principais benefícios com adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa seriam: diminuir a assimetria de informações dentro da empresa e maior segurança dos controles internos. Segundo ele, essas ações refletiriam a maior sustentabilidade do negócio a longo prazo.

O entrevistado 3 diz que a empresa não tem benefícios significativos em adequar aos níveis diferenciados de Governança Corporativa: "Vejo apenas mais clareza das informações de mercado (grupo de fornecedores, clientes etc.)". Segundo ele, os acionistas estão preocupados com resultados financeiros. Neste contexto, ele faz a seguinte afirmação:

As empresas sempre conquistaram o mercado por resultados financeiros e não por ter uma excelente Governança Corporativa e nem por ser exímia preservadora da natureza etc. Os acionistas não estão preocupados com esse assunto.

Na opinião do entrevistado 1, o que pode acontecer futuramente é os investidores deixarem de olhar somente os lucros, resultados operacionais e dividendos para olhar para outros atrativos, como Governança Corporativa, processo de reflorestamento etc.

Contudo, ele entende que as empresas tradicionais só devem priorizar os níveis diferenciados de Governança Corporativa daqui a 50-100 anos, pois, segundo ele, não é uma prioridade dos acionistas.

De acordo com o entrevistado 4, aderir aos níveis diferenciados de Governança Corporativa teria como benefícios diminuir a assimetria de informações, reduzir a centralização de poder para aumentar a transparência da empresa e maior *share* na Bovespa. Diz ele: "Talvez uma moeda de troca muito interessante". Neste contexto, ele comenta:

Como principais benefícios, vejo diminuir a assimetria de informações dentro da CIA, maior segurança dos nossos controles, o que levaria a maior sustentabilidade do negócio a longo prazo.

Os principais benefícios que a empresa iria ganhar aderindo aos NDGC seriam, a meu ver: menos centralização e uma tomada de decisão mais responsável. O fruto seria uma empresa mais saudável financeiramente a longo prazo. Traria maior transparência e alavancagem.

Quanto aos benefícios conferidos pela suposta adesão aos níveis diferenciados, pode-se elencar:

- a) Diminuição da assimetria de informações;
- b) Maior segurança nos controles;
- c) Maior transparência;
- d) Menor centralização;
- e) Maior Share no Mercado;
- f) Maior sustentabilidade e credibilidade.

No quadro a seguir tem-se o resumo das respostas obtidas:

Quadro 16 - Resumo das respostas obtidas através das entrevistas com os funcionários da companhia

Categorias	E1	E2	E3	E4	PRINCIPAIS COMENTÁRIOS ENTREVISTADOS
<p>Interligação entre o código de GC e estatutos e código de ética Comunicação interna desses instrumentos</p>	<p>O código de ética é consultado apenas em casos de dúvidas. A empresa e os funcionários não estão preocupados com esse assunto e, talvez por isso, o baixo conhecimento. Esta lacuna de conhecimento é justificada pelo fato de que o próprio presidente da companhia é o maior acionista.</p>	<p>A comunicação não é assertiva para E2. Mesmo com a atualização do código de ética, a Governança Corporativa não ficou clara.</p>	<p>Existe um setor de riscos, porém cada área possui o seu próprio procedimento. A comunicação é estreita. “As pessoas não conhecem o estatuto”, “não conhecem o Código de Ética”, “as pessoas não têm curiosidade de conhecer”. Foi lançado um dia de <i>Compliance Day</i>, contudo “as pessoas estão muito preocupadas com suas atividades internas”.</p>	<p>(...) o que acontece é que as pessoas não conhecem o código de ética, não conhecem o estatuto social da própria companhia e, dessa forma, também não têm contato com os conselhos e membros da diretoria. Isso deveria, pela prática da Governança Corporativa, ter uma comunicação mais linear. Mas não, as pessoas limitam-se ao seu espaço de trabalho e a seu cargo e não têm um acesso tão amplo quanto às diretrizes da companhia poderiam realmente ser aplicadas. Nós temos todos esses processos, mas eles estão lá para as pessoas que têm curiosidade de conhecer (...).</p>	<p>(...) o que acontece é que as pessoas não conhecem o código de ética, não conhecem o estatuto social da própria companhia e, dessa forma, também não têm contato com os conselhos e membros da diretoria. Isso deveria, pela prática da Governança Corporativa, ter uma comunicação mais linear. Mas não, as pessoas limitam-se ao seu espaço de trabalho e seu cargo e não tem um acesso tão amplo quanto às diretrizes da companhia poderiam realmente ser aplicadas. Nós temos todos esses processos, mas eles estão lá para as pessoas que têm curiosidade de conhecer (...).</p>

<p>Cultura</p>	<p>A cultura é sim um impeditivo para adoção das práticas.</p>	<p>A cultura pode ser contornada, porém, nos dias atuais, é sim um impeditivo.</p>	<p>Eu tenho 15 anos de mercado, trabalhei no RI de algumas empresas de São Paulo, “as culturas familiares são mais difíceis de mudar”. Algumas empresas cumprem todas as exigências dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, porém “a família entende que o membro da família seria o mais indicado para administrar a empresa”. Isso ocorre hoje aqui na empresa.</p>	<p>(...). As culturas familiares são mais diferentes, mais difíceis para se conseguir mudar todo o processo ou colocar na cabeça das pessoas da família a mudança. Aqui na companhia, o dono poderia aderir a uma estrutura de Governança Corporativa mais clara e transparente, na qual ele sairia, deixaria um presidente, criaria um conselho de administração na qual ele dirigiria. Essa seria uma estrutura que as empresas estão obedecendo, na qual elas deixam um membro que toque o processo que não seja da família.</p>	<p>(...) As culturas familiares são mais diferentes, mais difíceis para se conseguir mudar todo o processo ou colocar na cabeça das pessoas da família a mudança. Aqui na companhia, o dono poderia aderir a uma estrutura de Governança Corporativa mais clara e transparente, na qual ele sairia, deixaria um presidente, criaria um conselho de administração na qual ele dirigiria. Essa seria uma estrutura que as empresas estão obedecendo, na qual elas deixam um membro que toque o processo que não seja da família.</p>
----------------	--	--	---	---	--

Conhecimento	“As pessoas não conhecem profundamente sobre Governança Corporativa”. “Elas precisariam ser treinadas”, “elas não estão preparadas tecnicamente”. “Eu, particularmente, desconheço todas as exigências dos níveis diferenciados de Governança Corporativa”. “Se isso não for impositivo”, se não tiver multas, dificilmente haverá investimentos para treinamento das pessoas. Hoje, elas não estão preparadas.	“As mudanças geralmente provocam receio nos funcionários, as pessoas têm medo! Têm receios de solicitações das auditorias, os controles internos estão fracos, a companhia não está preparada. A Lei Sarbanes Oxley ajuda a fortalecer os controles internos, contudo, só isso não basta.”	Em relação ao conhecimento sobre normas das melhores práticas de governança, é restrito e baixo o nível de conhecimento sobre o assunto. As pessoas, em caso de dúvida, perguntam ao jurídico societário. O conhecimento é muito baixo. A prioridade da organização não é Governança Corporativa. Isso pode ser uma causa da baixa disseminação do conhecimento.	O conhecimento, em termos das práticas, deve ser reforçado para que as pessoas passem a dar importância a este tema e não apenas a suas metas individuais.	Eu particularmente desconheço todas as exigências. No caso da contabilidade, a companhia já adota, porém por questão de imposição feita para a empresa se adaptar às novas exigências. A meu ver, se não houver imposições ou multas que obriguem a adoção do procedimento, dificilmente as pessoas vão se adaptar e se capacitar para atender às exigências. Talvez eu possa ser uma evidência de que as pessoas não estão capacitadas tecnicamente para atender a todas as exigências e Governança Corporativa.
Planejamento Estratégico com Governança Corporativa	Não há interesse por parte da empresa e não existe cronograma para implantação.	O departamento de RI considera de extrema importância que a companhia se adapte e siga essas regras para atingir os níveis máximos de Governança Corporativa.	Não há interesse por parte da empresa e não existe cronograma para implantação.	A empresa tem receio de perda de controle devido à cultura familiar. Apesar de exibir características que a aproximariam do Novo Mercado, como <i>free float</i> acima de 25%, apresentar apenas ações ordinárias, conselho composto por cinco	Os entrevistados 1, 2 e 3 não têm conhecimento sobre o assunto. Apenas o entrevistado 4 expressou sua opinião, argumentando que não há sucessão, porém é claro que os membros da família são mais favorecidos para cargos executivos.

		<p>Porém na companhia como um todo, isto não é prioridade. Eu não percebo que os investidores façam exigência de níveis máximos fazendo com que, no planejamento estratégico, esse atendimento esteja como uma das últimas prioridades.</p>		<p>membros, balanço baseado no IFRS, acredita-se que o mercado será conquistado apenas com seus resultados financeiros, independentemente do controle através da Governança Corporativa.</p>	
<p>Sucessão</p>	<p>Não tem conhecimento do funcionamento</p>	<p>Não tem conhecimento do funcionamento</p>	<p>Não tem conhecimento do funcionamento</p>	<p>Não há plano de sucessão. Membros da família são favorecidos, cargos de confiança são distribuídos dentro da própria família, mas não existe plano de sucessão. O próprio filho do presidente passou por aqui, fez alguns treinamentos em áreas específicas, “foi preparado para mercado”, não para administrar a empresa.</p>	<p>Os entrevistados 1, 2 e 3 não têm conhecimento sobre o assunto; apenas o entrevistado 4 expressou sua opinião, argumentando que não há plano de sucessão. Membros da família são favorecidos, cargos de confiança são distribuídos dentro da própria família, mas não existe plano de sucessão. “O próprio filho do presidente passou por aqui, fez alguns treinamentos em áreas específicas, foi preparado para mercado, não para administrar a empresa”.</p>

Conselho	Não manifestou opinião.	A empresa cumpre tudo que é proposto, porém procura sempre manter dentro da própria família esse conselho de administração, para que o controle não saia das mãos do dono.	A composição está com o mínimo imposto de componentes	Existem cinco membros no conselho	"A empresa cumpre tudo que é proposto, porém procura sempre manter dentro da própria família esse conselho de administração, para que o controle não saia das mãos do dono".
<i>Tag Along</i>	A empresa não tem interesse em <i>tag along</i> .	Não manifestou opinião.	Não sei. Acho que só cumpriria se fosse algo que de fato não pudesse fugir.	Não. Essa questão ainda é sensível dentro da companhia.	A companhia em questão encontra-se em endividamento e orçamento estreito. Quanto a isso, na opinião do entrevistado 1, uma das principais causas do nível de caixa da empresa estar baixo em relação às suas exigências financeiras talvez seja o fato de a Governança Corporativa não estar tão bem estruturada.
Câmara de Arbitragem	"Não existe câmara de arbitragem. Tudo é resolvido na própria sala. Não tem conflitos societários hoje na CIA, não existe câmara de arbitragem, talvez porque o Presidente	"Não existe câmara de arbitragem. Tudo é resolvido na própria sala. Não tem conflitos societários hoje na CIA, não existe câmara de arbitragem, talvez porque o	Nunca viu funcionar.	Já ouvi dizer para colocar câmara de arbitragem na CIA, mais isso não aconteceu ainda, acredito que a câmara de arbitragem não seria um impeditivo para adesão não, acredito que a presidência se sentiria segura!	Já ouvi dizer para colocar câmara de arbitragem na CIA, mais isso não aconteceu ainda, acredito que a câmara de arbitragem não seria um impeditivo para adesão não, acredito que a presidência se sentiria segura!

	é também o maior acionista”.	Presidente é também o maior acionista”.			
Barreiras/Apego à propriedade e ao controle	Na minha percepção, a empresa tem total apego à propriedade e ao controle. Existem barreiras para mudança. Existe apego e preservação ao cargo do presidente, muita rotatividade entre a alta administração.	Total apego e isso seria uma barreira para uma possível mudança	Sim.	Existe sim a questão do apego, a questão de preservação do seu cargo porque tem muitas metas agressivas.	A empresa em questão apresenta cultura familiar, com comando das principais tomadas de decisões sendo realizado pelo dono, que além de principal acionista é o presidente da companhia.
Barreiras/Custos	Os custos não seriam impeditivos para adesão porque já incorre em alguns desses custos, como a divulgação de seus demonstrativos financeiros em IFRS e US GAAP.	Os custos para adesão dos níveis diferenciados não seriam um impeditivo, a principal barreira é cultural e de vontade de aderir.	Os custos incorridos no processo são uma das barreiras para adesão, contudo não é a barreira principal.	Os custos incorridos no processo de adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, “considero uma barreira”, “mas não é a principal”. “Tem que provar que vale a pena aderir”. Para cumprir o que tem hoje, a presidência já acha caro! Não sei se o custo e	Os custos incorridos no processo de adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, “considero uma barreira”, “mas não é a principal”, “tem que provar que vale a pena aderir”, para cumprir o que tem hoje a presidência já acha caro! Não sei se o custo e benefício valeriam a pena.

				benefício valeriam a pena.	
Teoria da Agência	Não se aplica para a empresa.	Como o principal acionista é também o administrador, não existe esse tipo de conflito. O foco do acionista é maior para a distribuição dos dividendos do que para a saúde financeira e perpetuação do negócio em longo prazo. Enquanto os outros investidores demonstram preocupação quanto à sustentabilidade do negócio a longo prazo. Há, então, um conflito inverso ao que demonstra a literatura.			

<p>Barreiras/Assimetria Informacional</p>	<p>Existe uma grande assimetria principalmente com as empresas <i>off shore</i>. As notícias de acidentes e problemas demoram a chegar.</p>	<p>Existe uma grande assimetria, principalmente com as empresas <i>off shore</i>, talvez por não utilizarem o mesmo sistema operacional. Mas também dentro do Brasil. A grande barreira é o controle. Outra barreira é a gestão de informações contábeis, que é muito manual e gera bastante retrabalho e falta de segurança nas informações. São relatadas deficiências básicas no controle que dificultam até a consolidação dos resultados da empresa.</p>	<p>Sim. Embora a empresa tenha canais de comunicação rápidos, pode acontecer um acidente em outra área da fábrica e demorar um tempo para saber aqui.</p>	<p>É como uma pirâmide inversa. Em cima se sabe muito sobre as informações, mas a parte de baixo, a qual precisa ser sanada de informação, para não dar espaço para fofocas ou especulações. Porém, infelizmente, é algo que afeta a companhia há anos.</p>	<p>“Existe uma grande assimetria, principalmente com as empresas <i>off shore</i>, talvez por não utilizarem o mesmo sistema operacional. Mas também dentro do Brasil. A grande barreira é o controle. Outra barreira é a gestão de informações contábeis, que é muito manual e gera bastante retrabalho, e falta de segurança nas informações”. “São relatadas deficiências básicas no controle que dificultam até a consolidação dos resultados da empresa”.</p>
<p>Principais barreiras nas opiniões dos entrevistados</p>	<p>Controle, gestão de informações contábeis, que é</p>	<p>Centralização e apego à</p>	<p>Deficiências no controle interno, processos contábeis</p>	<p>A cultura, pois a empresa é familiar e de cultura tradicional.</p>	<p>As principais barreiras são: “A empresa não tem interesse em <i>tag along</i>”.</p>

	<p>muito manual, e falta de segurança nas informações</p>	<p>propriedade e ao controle</p>	<p>manuais que geram retrabalhos, demora na divulgação dos resultados para o mercado, a distribuição de dividendos é definida e designada pelo presidente. Segundo ele, isso é um impeditivo porque pode ferir as expectativas dos acionistas minoritários.</p>	<p>Divulgação das políticas e boas práticas de Governança Corporativa.</p>	<p>“Não existe câmara de arbitragem”. “Existe um projeto para realização de votação <i>online</i> para acionistas minoritários”.</p>
--	---	----------------------------------	---	--	---

Benefícios	A diminuição da assimetria das informações, segurança maior nos controles e sustentabilidade maior dos resultados.	Diminuir a assimetria de informações dentro da empresa, maior segurança dos controles internos. Segundo ele, essas ações refletiriam a maior sustentabilidade do negócio a longo prazo.	Não tem benefícios significativos em adequar aos níveis diferenciados de Governança Corporativa. “Vejo apenas mais clareza das informações de mercado (grupo de fornecedores, clientes etc.)”. informações, reduzir a centralização de poder para aumentar a transparência da empresa e maior <i>share</i> no Bovespa.	Nenhum. Hoje já existe uma prática mínima de Governança Corporativa que atende o mercado As mudanças seriam apenas abertura e clareza de informações, melhores práticas das governanças que já existem.	Os principais benefícios são: Diminuição da assimetria de informações Maior Segurança nos controles Maior transparência Menor centralização Maior Share no Mercado Maior sustentabilidade e credibilidade
------------	--	---	--	--	---

CAPÍTULO V

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa foi identificar as barreiras encontradas dentro da organização e apresentar os benefícios para adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa como diferencial estratégico e, assim, elaborar uma proposta de adesão para o grupo siderúrgico. Para isso, foi realizado um estudo de caso com base no referencial teórico e nas respostas dos funcionários obtidas através de entrevista. Portanto, a base da pesquisa foi o confronto da realidade *versus* teoria, identificando, assim, as lacunas persistentes.

Desta forma, foi realizada a categorização dos principais pontos, de acordo com as principais perguntas abordadas no manual das melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC.

Foram encontradas na pesquisa barreiras inerentes à comunicação interna sobre o código de ética da empresa. Foi interessante notar que, na empresa, existem estatutos e código de ética que foram reformulados de acordo com os princípios de Governança Corporativa; contudo, segundo os entrevistados, existe desconhecimento do assunto internamente.

O conhecimento sobre o tema Governança Corporativa foi outro problema identificado. Os entrevistados disseram que não conhecem todas as exigências dos níveis diferenciados de Governança Corporativa e que existe um déficit de conhecimento também por grande parte dos funcionários e dos gestores sobre o código de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e sobre a cartilha de melhores práticas de Governança Corporativa da Comissão de Valores Mobiliários.

Na pesquisa, também foram observadas barreiras culturais. Conforme relatam os entrevistados, existe uma cultura de centralização de poder, que, segundo eles, é originada pelo fato de o presidente ser também o principal acionista, existindo, assim, forte resistência à mudança e à adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa.

A preparação técnica do corpo de profissionais também é outra barreira. Segundo os entrevistados, o nível do conhecimento sobre o assunto é baixo e as pessoas não estão preparadas tecnicamente para cumprir todas as exigências dos níveis diferenciados de Governança Corporativa.

O plano de sucessão também foi outra barreira encontrada. Para os entrevistados, não existe um plano claro de sucessão, que, de acordo com o IBGC (2015), é necessário para continuidade da empresa.

De acordo com os entrevistados, a outra barreira é referente ao conselho de administração. Apesar de a empresa cumprir o número exigido pelos níveis diferenciados de Governança Corporativa, esse conselho é composto por alguns membros da família como estratégia para o controle não sair das mãos do dono.

Apesar de a literatura descrever os custos como principais barreiras, os entrevistados não atribuem os custos como principal barreira para adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Ficou claro, na pesquisa, que outra grande barreira é a assimetria informacional. Informações importantes, como notícias sobre acidentes e problemas, demoram muito a serem divulgadas. Este caso também se aplica na gestão de informações contábeis e deficiências de controle.

Uma das barreiras mais importantes foi referente ao apego à propriedade e ao controle e concentração de poder na própria família. Segundo a literatura, essa situação pode privilegiar os interesses familiares sobre os *stakeholders*.

O problema de agência não foi identificado neste estudo de caso, tendo em vista que o principal administrador é também o maior acionista da organização. Esta foi uma das principais

barreiras encontradas na pesquisa, tendo em vista que os acionistas minoritários procuram proteção e segurança para investir. Os maiores níveis de Governança Corporativa exigem essa proteção dentro de seus regulamentos.

Segundo os funcionários do setor de Relação com Investidores, o foco dos maiores acionistas é na distribuição de dividendos do que para saúde financeira e perpetuação do negócio a longo prazo, enquanto os investidores minoritários demonstram a preocupação quanto à sustentabilidade do negócio a longo prazo.

De acordo com os entrevistados, a maior preocupação da organização é com seu nível de endividamento. Talvez por isso, os acionistas não estejam dando prioridade ao aumento dos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Por sua vez, a literatura mostra que as empresas com níveis diferenciados possuem menores dívidas no mercado. A aderência a níveis diferenciados de Governança Corporativa pode tornar mais fácil o acesso a créditos, pois os investidores passam a ter mais confiança no retorno de seus investimentos. Foi visto que a estrutura de gestão que a companhia utiliza hoje pode ser uma das causas do baixo fluxo de caixa e endividamento relatado pelos entrevistados. Portanto, a melhoria dos controles internos e implantação das regras para o nível 1 pode melhorar a imagem e a arrecadação de maiores investimentos para a empresa.

É importante ressaltar que este estudo de caso demonstrou que a adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa não garante o aumento no valor das ações do grupo siderúrgico. Contudo, por meio desta pesquisa, foi possível identificar e apresentar as barreiras existentes e também os benefícios descritos na literatura para auxiliar a empresa a conquistar níveis diferenciados de Governança Corporativa, bem como possibilitar que a corporação abra a visão para um novo cenário de oportunidades na conquista de melhores práticas de Governança Corporativa.

A pesquisa, entretanto, foi restrita em relação à questão de conhecimento e de abrangência, pois aborda um tema pouco conhecido na empresa. Na concepção do setor de Relação com Investidores, o grupo siderúrgico prefere manter a centralização do poder. A empresa entende que os investidores estão mais preocupados com a lucratividade da empresa e em receber dividendos do que aderir aos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Esses são os principais motivos para que a empresa não priorize a adesão a melhores práticas de Governança Corporativa.

Contudo, em face da importância do tema, conforme os estudos apresentados neste trabalho, que comprovam os inúmeros benefícios de aderir aos níveis diferenciados, recomenda-se que o setor siderúrgico entenda a necessidade de conhecer o assunto mais profundamente. Dessa forma, torna-se possível mudar a visão estratégica no que tange ao tema, além de atuar, de forma efetiva, nestas barreiras, dando maior importância às melhores práticas de Governança Corporativa, de modo a acompanhar as novas exigências do mercado de capitais.

Sugere-se que novos estudos de caso sejam realizados, a fim de difundir o conhecimento sobre o tema Governança Corporativa no Brasil.

REFERÊNCIAS

- AKDERE, M.; AZEVEDO, R. E. Agency theory implications for efficient contracts in organization development. **Organization Development Journal**. Chesterland, v. 24, n. 2, p. 43-54, Summer 2006. Proquest ABI/Inform Global.
- ANDRADE, A; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas S.A, 2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 2.829. 30 de março de 2001. Aprova regulamento estabelecendo as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência privada. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47157/Res_2829_v2_P.pdf>. Acesso em: 12 jun. 2017.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 3.121 de 29 de setembro de 2003. Altera e consolida as normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar. Disponível em: <www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp%3Farquivo%3DLists/Normativos/Attachments/46540/Res_3121_v7_L.pdf+&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br>. Acesso em: 17 jun. 2017.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1979.
- BERLE, A. A; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. Macmillan. 1932.
- BERTUCCI, J. L.O.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M.M. Políticas e práticas de Governança Corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração da USP**, v. 41, n. 2, p. 183-196, abr./jun. 2006.
- BLACK, B. S. The core institutions that support strong securities markets. **Business Lawyer**. <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=231120>. Acesso em: 30 nov. 2017.
- BORGES, L.; SERRÃO, C. Aspectos de Governança Corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro. v. 12, n. 24, p. 111–148, dez. 2005.
- BOVESPA. **Níveis diferenciados de Governança Corporativa**. 2016. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 10 mar. 2016.
- BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm>. Acesso em: 28 maio 2017.
- BRIDGER, G. V. **Governança corporativa e os efeitos da adesão aos níveis diferenciados de governança sobre o valor no mercado de capitais brasileiro**. São Paulo, 2006. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Escola Brasileira de Economia e Finanças, Fundação Getúlio Vargas, 2006.
- BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Tradução de Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

CAREGNATO, R. C. A.; MUTTI, R. Pesquisa qualitativa: análise de discurso versus análise de conteúdo. **Texto Contexto Enferm.** v. 15, n.4, p: 679-84, 2006.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v.37, n3, p. 19-21, jul./set., 2002.

CERDA, A. C. Tender offers, takeovers and corporate governance: the Latin America Corporate Governance roundtable. São Paulo, April 2000.

CICOGNA, M. P. V. **Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais.** Ribeirão Preto, 2007. Dissertação (Mestrado) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, 2007.

CICOGNA, M. P. V.; VALLE, M. R.; TONETO JUNIOR, R. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 29., 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005. CD-ROM.

COSIF. **Contabilidade Internacional.** 2006. Disponível em: <cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=contabilidade_internacional07>. Acesso em: 09 out. 2017.

COUTINHO, R. B. G.; OLIVEIRA, M. A. C.; DA MOTTA, L. F. J. Governança corporativa no Brasil: uma análise comparativa entre as rentabilidades do índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGC), do Ibovespa e do IBX. In: ASSEMBLÉIA DO CONSELHO LATINO-AMERICANO DAS ESCOLAS DE ADMINISTRAÇÃO (CLADEA), 38., 2003, Lima. **Anais ...** Lima: CLADEA, 2003. 1 CD-ROM.

CRESWELL, J. W. **Investigação qualitativa e projeto de pesquisa:** escolhendo entre cinco abordagens. 3. ed. Porto Alegre: Penso, 2014.

CVM. **Comissão de Valores Mobiliários.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 07 jul. 2016.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU. **Guia para melhorar a governança corporativa.** 2006. Disponível em: <[http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/guia_sarbanes_oxley\(1\).pdf](http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/guia_sarbanes_oxley(1).pdf)>. Acesso em: 27 mar. 2016.

DUBEUX, R. R. **O novo mercado da Bovespa e a governança corporativa.** São Paulo, 2001. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Curso de Pós-Graduação da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, 2001.

FRAGOSO, R. P.; LEITE, D. **A Lei Sarbanes Oxley:** um benchmark para 2008. Avaliando e aprimorando controles COSO – Controles de TI. Disponível em: <<http://www.deloitte.com.br>>. Acesso em: 27 mar. 2016.

GODOY, A. S. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, São Paulo, v. 35. n. 2, p. 57-63, mar./abr. 1995.

GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, out./dez. 2004.

GRADILONE, C. **A Sarbanes nas Empresas do País.** Companhias brasileiras gastam tempo e dinheiro para se adequar à lei americana que protege os investidores contra fraudes. **Revista Exame**, São Paulo, nº 18, p. 100-102, set. 2005.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. One share-one vote and the market for corporate Control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 175-202, 1988. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X8890044X>>. Acesso em 19 maio 2017.

HAIR Jr, et al. **Fundamentos de pesquisa de marketing-3**. Porto Alegre: McGraw Hill Brasil, 2014.

HAWLEY, J. P.; WILLIAMS, A. T. **Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism**. Working Paper, Saint Mary's College of California, School of Economics and Business Administration. 1996.

HENDRIKSEN, E. S.; BRENDA, M. F. V. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. Traduzida por Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Strategic management: competitiveness and globalization – concepts and cases**. 3rd ed. Cincinnati-Ohio: SouthWestern College Publishing, 1999.

IBGC. **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. 2. ed. São Paulo, abr. 2015. IBGC. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em 04 abr. 2016.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Teoria da Firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE-Revista de Administração de Empresas**. abr./jun. 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a13.pdf>>. Acesso em: 16 abr. 2017.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n. 4, p. 305-360. October, 1976.

KPMG. **Comparações entre práticas contábeis**. 2006. Disponível em: <www.kpmg.com.br/images/Sarbanes_Oxley.pdf>. Acesso em: 27 mar. 2016.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, October, 2000.

LA PORTA, R. et al. Legal Determinants of External Finance, **Journal of Finance**, n. 52, p. 1131-50, 1997.

LA PORTA, R. et al. La protección del inversionista y la administración corporativa. **El Trimestre Económico**. Tlalpan, v. 71, n. 283, p. 497-532, Jul./Sep. 2004.

LA PORTA, R. et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LEAL, R. P.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **RAE-eletrônica**, v. 2, n. 2, jul./dez., 2003.

LEHMANN, E.; WARNING, S.; WEIGAND, J. Governance structures, multidimensional efficiency and firm profitability. **Journal of Management & Governance**. Dordrecht, v. 8, n. 3, p. 279-304, 2004.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**. V.38 (Supplement 2000), pp.91-124. 2000. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=248411>. Acesso em: 06 abr. 2016.

LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais às informações financeiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE

PÓSGRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 28., 2004, Curitiba. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. 1 CD-ROM.

LOPES, A. B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001. Disponível em: <<http://www.Ibgc.org.br>>. Acesso em: 20 abr. 2017.

NASCIMENTO, A. M.; BIANCHI, M. Um estudo sobre o papel da controladoria no processo de redução de conflitos de agência e governança corporativa. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, V, São Paulo (SP), 2005. **Anais...** USP: São Paulo, 2005.

OCDE. **Principles of Corporate Governance**: 2004. 2004. Disponível em: <www.OECD.org/document/49/0,2340,en_2649_34813_31530865_1_1_1_1,00.html>. Acesso em: 26 mar. 2017.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2003.

PEDREIRA, E. B.; SANTOS, J. O. dos. Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2004. CD-ROM.

PEIXE, F. C. D. **Novo Mercado**: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa. São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. 2003.

REVISTA EXAME. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/mercados/cotacoes/IGCX/>>. Acesso em: 01 fev. 2017.

RIBEIRO NETO, R. M.; FAMÁ, R. A importância da governança corporativa na gestão das empresas: o caso do Grupo Orsa. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO – SEMEAD, 6., 2003, São Paulo. **Seminários...** São Paulo: Programa de Pós-Graduação em Administração – FEA/USP, 2003. CD-ROM.

ROESCH, S. Maria Azevedo. **Projetos de estágios e de pesquisa em Administração**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROGERS, P. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil**. Uberlândia, 2006. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Gestão e Negócios (UFU/FAGEN), Universidade Federal de Uberlândia, 2006.

ROZO, J. D. **Relação entre mecanismos de governança corporativa e medidas de performance econômica das empresas brasileiras integrantes do índice Brasil da Bolsa de Valores de São Paulo**. São Paulo, 2003. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Economia. Departamento de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.

SANTOS, L. R. **A Governança Empresarial e a emergência de um novo modelo de controladoria**. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, 2004.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v.52, n.2, p. 737-760, June, 1997.

SILVA, A. L. C. A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras. Rio de Janeiro, 2002. Tese (Doutorado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2002.

SILVA, E. C.; ZOTES, L. P. Governança corporativa e sua influência na gestão da qualidade. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Rio de Janeiro, Ano XXXIII, n. 147, p. 21-30, mai./jun. 2004. Disponível em: <<http://rbc.cfc.org.br/index.php/rbc/article/view/368/156>>. Acesso em: 07 mar. 2016.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2005.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 4, p. 635-674, out./dez. 2005. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/%0D/rbe/v59n4/a06v59n4.pdf>>. Acesso em: 18 mar. 2016.

TRIVIÑOS, A. N. **Introdução à pesquisa em ciências sociais**. São Paulo: Atlas, 1987.

VERGARA, S. C. **Métodos de coleta de dados no campo**. São Paulo: Atlas, 2. ed. 2012.

WITHERELL, W. **Corporate governance**: a basic foundation for the global economy. OECD Observer. Paris, n. 221-222, Summer 2000.

YAMAMOTO, M. M.; PRADO, J. E. A. Governança e o valor das empresas. **Revista Bovespa**, São Paulo, v. 9, n. 88, p. 42-43, out./dez. 2003.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2015.

APÊNDICE A – PROTOCOLO DE PESQUISA

1 VISÃO GERAL DO PROJETO DE ESTUDO DE CASO

1.1 Título

Governança Corporativa: Barreiras e Benefícios encontrados para adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA - Uma proposta para adesão em um grupo Siderúrgico

1.2 Questão de Pesquisa

Quais as Barreiras e Benefícios encontrados para adesão dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA?

1.3 Objetivo do Estudo

O objetivo final da pesquisa é identificar para a organização as barreiras e os benefícios encontrados no estudo e propor a adesão dos níveis de Governança Corporativa da BOVESPA.

1.4 Objetivos Específicos:

- 5) Realizar um estudo teórico sobre Governança Corporativa.
- 6) Identificar na literatura as principais barreiras e benefícios encontrados pelos pesquisadores na adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa.
- 7) Mapear as principais barreiras de GC encontradas no grupo Siderúrgico.
- 8) Confrontar as barreiras e benefícios encontrados na Literatura *versus* as Barreiras encontradas na organização.
- 9) Analisar se houve mudanças significativas no valor de mercado das empresas que aderiram aos níveis 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa da Bovespa.

2 PROCEDIMENTOS DE CAMPO

2.1 Metodologia da pesquisa

Pesquisa bibliográfica, descritiva, e qualitativa por meio de estudo de caso único.

2.2 Unidade de Análise

Um grupo Siderúrgico.

2.3 Subunidades de Análises

Setor de Relações com Investidores; Gerente de Controladoria, Gerente Geral.

2.4 Fontes de Evidência

Entrevista focal, questionário estruturado, observação simples, e documentos.

3 QUESTÕES DO ESTUDO DE CASO

Uma das estratégias utilizadas para aumentar a confiabilidade da pesquisa foi a utilização de várias fontes de evidências. Assim, neste estudo, foram utilizados três roteiros de entrevistas: com a alta gestão (setor de Relações com Investidores), com Gerente de Controladoria, com Gerente e funcionários do setor de Relação com Investidores e com Gerente Geral setorial.

As questões do estudo de caso que se encontram nesses instrumentos de pesquisa visam obter informações sobre:

- Barreiras à adoção de melhores práticas de Governança Corporativa;
- Benefícios percebidos com a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa.

APÊNDICE B – ROTEIRO DE PERGUNTAS AOS PROFISSIONAIS

ROTEIRO DE ENTREVISTAS PROFISSIONAIS

1. Existe na empresa algum documento corporativo que explique o modelo de Governança Corporativa? Como funciona essa comunicação? É assertiva?
2. Na sua percepção, o código de ética adotado pela empresa contribui para melhoria da Governança Corporativa?
3. Qual o conhecimento dos administradores da organização sobre o código de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e da cartilha de melhores práticas de Governança Corporativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)? Como funciona essa comunicação internamente?
4. A cultura da empresa é um impeditivo para a adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa? Sim? Não? Por quê?
5. O corpo de profissionais está preparado tecnicamente para cumprir todas as exigências para adesão dos níveis de Governança Corporativa, como, por exemplo, utilizar as normas internacionais como IFRS e US GAAP? Comente quais são os principais GAPS.
6. Em sua percepção, esse tema é de conhecimento restrito dentro da empresa e por isso pode não ser dado a ela o valor devido? Qual a relevância desse tema na sua opinião?
7. Mudanças geralmente provocam receio nos funcionários. Quais as principais reações você vislumbra no corpo funcional em relação à adoção de melhores práticas de GC?
8. Como a organização vê as regras Bovespa sobre os níveis diferenciados de GC? Ela considera essas regras em seu planejamento estratégico e nos fatores de riscos do negócio?
9. Como o acionista controlador aborda questões relacionadas à sucessão na empresa?

10. Qual sua opinião sobre a decisão de abrir o capital com emissão apenas de ações ordinárias? A empresa tem interesse a seu ver? Comente.
11. Qual a posição da organização em relação às regras impostas pela Bovespa no que tange à composição do conselho de Administração? O conselho é composto de 5 a 9 membros?
12. Qual a posição da companhia em relação às regras da Bovespa em relação à *tag along* e ao *free float* de 25%? A companhia garante direitos de *tag along* para ações preferenciais?
13. A empresa utiliza alguma câmara de arbitragem para a resolução de conflitos societários?
14. Na sua percepção, existe na organização apego à propriedade e ao controle?
15. A seu ver, os custos incorridos no processo são a principal barreira para adoção dos níveis diferenciados de GC?
16. Quais mudanças você esperaria encontrar dentro da Organização se ela aderisse aos níveis de Governança Corporativa?
17. Autores interpretam um problema de Agência como o “conflito potencial de interesses entre o agente (o administrador) e os acionistas externos à administração ou os credores (portadores de títulos de dívidas).” Para você, esse conflito pode gerar um impedimento para a adesão aos níveis de Governança Corporativa?
18. Em função da extensão territorial da organização, você acredita que, na empresa, exista Assimetria Informacional (uma das partes envolvidas obtendo informações privilegiadas)?
19. De acordo com sua percepção, quais são as principais barreiras para a adesão dos níveis diferenciados de GC? Fale um pouco sobre elas.
20. Qual o Nível de Governança Corporativa você acredita ser mais viável para a empresa? Comente.

21. Quais são os principais benefícios auferidos pela empresa com a adesão aos diferentes níveis de Governança Corporativa? Fale sobre eles.

ANEXO A – Termo de Consentimento Livre e Esclarecido

TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO

Meu nome é Rafael Lopes Ribeiro e estou elaborando uma pesquisa acadêmica com o tema “Governança Corporativa” intitulada Barreiras e Benefícios encontrados para adesão dos níveis diferenciados de Governança Corporativa: uma proposta para adesão em um grupo siderúrgico. Esta pesquisa constrói minha dissertação de mestrado realizada no Mestrado Profissional em Gestão e Estratégia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), cujas informações podem ser encontradas no site <http://cursos.ufrj.br/posgraduacao/ppge/>.

O objetivo da pesquisa é apresentar à organização as barreiras e os benefícios encontrados no estudo e propor a adesão dos níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

O senhor foi convidado a participar desta pesquisa como voluntário em razão da sua experiência como profissional do setor de Relação com Investidores (RI) e sua percepção sobre a organização, ambiente interno, trabalho, desempenho, competências e desenvolvimento é muito importante para a realização desta pesquisa.

Antes do início da entrevista, informo alguns direitos listados a seguir:

- A sua participação nesta entrevista é totalmente voluntária.
- Pode se recusar a responder qualquer que seja a pergunta a qualquer momento.
- Pode encerrar a entrevista a qualquer momento.
- Esta entrevista será de caráter confidencial e estará disponível apenas para o pesquisador autor do projeto e para seu coordenador/orientador da dissertação.
- Partes desta entrevista podem ser utilizadas no relatório final da pesquisa, mas, em nenhuma hipótese o seu nome ou características que permitam a sua identificação serão incluídas no relatório final.
- Se autorizada a entrevista, será gravada e seu depoimento será transcrito e lhe enviado para confirmação dos dados e realização das correções que considerar necessárias.
- Se for de seu interesse, será enviada uma cópia dos resultados conclusivos desta pesquisa.

Caso concorde em participar desta pesquisa, por favor, assine este termo em sinal de sua ciência.

_____, Data ____/____/____

Assinatura

Nomes por extenso

Email _____ Celular _____