

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E MERCADO
FINANCEIRO: O CASO PETROBRÁS S.A.**

ANA LUIZA DE CASTRO MEIRELES
matrícula nº: 105082773

ORIENTADOR: Prof. Ronaldo Fiani

AGOSTO 2009

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E MERCADO
FINANCEIRO: O CASO PETROBRÁS S.A.**

ANA LUIZA DE CASTRO MEIRELES
matrícula nº: 105082773

ORIENTADOR: Prof. Ronaldo Fiani

AGOSTO 2009

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

AGRADECIMENTOS

Agradeço a toda a minha família, em especial aos meus pais, Angela e José Augusto, pelo carinho e estímulo dados durante todo meu curso de graduação.

Ao meu orientador, Ronaldo Fiani, pela paciência e dedicação durante a elaboração deste trabalho.

Aos professores do Instituto de Economia pela boa formação que me proporcionaram durante o curso.

A Stefan Alexander e a René Martins pela atenção e ajuda prestada durante este ano.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar o desenvolvimento das práticas de governança corporativa nos países desenvolvidos e no Brasil. Além disso, busca observar a influência o mercado financeiro nesse processo. A análise está baseada primeiramente nos modelos clássicos de governança corporativa: o nipo-germânico e o anglo-saxão. Na pesquisa sobre a governança corporativa no Brasil foi considerado como fator relevante o modelo neoliberal da década de 1990. O trabalho conclui com o estudo de caso da Petrobras.

Índice

INTRODUÇÃO	9
Capítulo I – A RAIZ FINANCEIRA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	11
1.1 – Introdução	11
1.2 – O Que é Governança Corporativa	11
1.3 – A Economia Política da Governança Corporativa.....	15
1.3.1 – A crítica da Eficiência no Curto Prazo.....	20
1.3.2 – O Desequilíbrio de Poderes.....	22
1.3.3 – <i>Shareholders versus Stakeholders</i>	24
Capítulo II – O PENSAMENTO NEOLIBERAL E A GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	27
2.1 – Introdução	27
2.2 – O Efeito das Privatizações	27
2.3 – O Efeito da Liberalização Financeira	29
2.3.1 – A Lei das Sociedades Anônimas.....	31
2.3.2 – A Comissão de Valores Imobiliários	33
2.3.3 – A Bovespa	34
Capítulo III – ESTUDO DE CASOS: PETRÓLEO BRASILEIRO S.A.	38
3.1 – Introdução	38
3.2 – A Empresa.....	38
3.3 – A Necessidade da Governança Corporativa	43
CONCLUSÃO	50
Bibliografia	52

INTRODUÇÃO

No início de 2007 surgiram os primeiros indícios de uma possível crise financeira nos Estados Unidos. A crise teria como causa o mercado imobiliário, sobretudo no segmento denominado de *subprime*. Com o aumento da inadimplência do pagamento dos empréstimos baseados no crédito hipotecário ocorreu forte contração da oferta de crédito imobiliário que, por sua vez, provocou queda nas vendas e no preço dos imóveis (Carvalho *et al*, 2008).

A partir de agosto de 2007, a crise imobiliária do mercado *subprime* atingiu fortemente os mercados financeiros e de capitais dos Estados Unidos e dos países da Europa que tinham bancos expostos diretamente à securitização ou titularização das hipotecas de alto risco (Carvalho, 2008). A crise culminou em setembro de 2008, quando três das maiores instituições financeiras americanas, *Freddie Mac*, *Fannie Mae* e *Lehman Brothers* declararam falência.

Contudo, essa crise não se deteve apenas no lado financeiro, mas, também influenciou o lado real da economia. Muitas instituições não-financeiras adotaram posições arriscadas em operações com derivativos e sofreram grandes prejuízos.

Entretanto, os acionistas dessas empresas desconheciam o risco financeiro que as mesmas estavam correndo. Através das práticas de governança corporativa esta assimetria de informação entre administradores e acionista deveria estar sendo minimizada. Por isso, atualmente foi reavivada a discussão sobre a eficácia das práticas de governança corporativas adotadas pelas empresas.

Antes de analisar a eficácia dessas práticas é importante entender quais são as origens da governança corporativa no mundo. Nesse sentido, o presente trabalho tem como objetivo principal analisar o desenvolvimento das práticas de governança corporativa com o foco nos dois modelos clássicos de governança, o anglo-saxão e o nipo-germânico. Além disso, busca entender a história da governança corporativa especificamente no Brasil.

Existem duas hipóteses básicas no que tange às origens da governança corporativa no mundo. A primeira aceita que as práticas de boa governança foram instituídas em

grande parte por pressões sociais, principalmente da classe trabalhadora. A outra hipótese acredita que a governança corporativa teve início com a crescente exigência do mercado financeiro por participação nas decisões das empresas. Esse trabalho considera que a segunda hipótese é mais consistente com a história do desenvolvimento das práticas de governança corporativa no Brasil e no mundo.

A fim de alcançar os objetivos traçados e verificar a hipótese proposta foi feita uma revisão bibliográfica sobre o conceito de governança corporativa. Além disso, foram analisados artigos e teses sobre o desenvolvimento das práticas de governança em países desenvolvidos. Para entender o Brasil nesse contexto foi preciso a análise das mudanças institucionais feitas pelo governo na década de 1990. Finalmente foi observada a evolução das práticas de governança corporativa em uma grande empresa brasileira.

Esse trabalho está dividido da seguinte forma: após essa introdução, no primeiro capítulo será demonstrada a origem do conceito e das práticas de governança corporativa; no segundo capítulo é descrito a estreita relação entre a história da governança corporativa no Brasil e o desenvolvimento do pensamento neoliberal; o último capítulo é um estudo de um caso prático para exemplificar a análise feita no capítulo dois.

Capítulo I – A RAIZ FINANCEIRA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

1.1 – Introdução

O presente capítulo tem como objetivo principal buscar a origem do conceito e das práticas de governança corporativa.

A discussão sobre governança teve início no final da década de 1980 em países desenvolvidos. Por isso, para entender governança corporativa é imprescindível analisar a evolução de suas práticas em países como Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão.

Foi no início da década de 1990 que o mercado financeiro internacional começou a ganhar novos investidores. Com isso, o volume de recurso disponível no mercado de capitais aumenta e ao mesmo tempo é observado um maior ativismo dos investidores institucionais na administração das corporações.

Dada a estreita relação entre o sistema financeiro e o sistema produtivo da economia, é possível supor que as práticas de governança tiveram como objetivo atender as exigências do mercado financeiro em crescimento. Contudo, é importante lembrar que movimentos sociais e políticos também podem influenciar na governança das corporações.

Com o objetivo específico de analisar as práticas de governança corporativa de países desenvolvidos e sua relação com o mercado de capitais, esse capítulo está dividido da seguinte forma: na próxima seção está a descrição do conceito de governança corporativa com base na teoria de agência; no item três, a análise da economia política da governança corporativa focada em dois modelos clássicos de governança; no item quatro, o resumo do capítulo.

1.2 – O Que é Governança Corporativa

Na ocasião da abertura de capital de uma empresa há a separação entre a propriedade e a gestão da mesma. Ou seja, os proprietários não têm gerência direta sob o que lhe pertence, pois esta é delegada aos executivos. Tal situação resulta naquilo que é conhecido como o problema da relação agente-principal:

*Diz-se que existe uma **relação de agência** sempre que um indivíduo ou organização contrata um outro indivíduo ou organização para agir no seu interesse, sendo que o contratado possui liberdade para agir de forma diferente daquela especificada pelo contratante no acordo entre as partes. Nesse tipo de acordo o contratante é chamado de **principal**, e o contratado é chamado de **agente**. (Fiani, 2006, p.369)*

Essa relação se impõe pela assimetria de informação entre o agente e o principal. O contratante tem dificuldade de controlar as ações do contratado, ou seja, em uma corporação de capital aberto, por exemplo, os administradores não detêm a propriedade dos ativos, mas, detém o controle sobre eles, podendo empregá-los com algum grau de liberdade.

Considera-se que a governança corporativa se desenvolveu para solucionar o problema agente-principal existente no mercado financeiro. Nesse sentido, governança corporativa trata de um arcabouço institucional e legal que norteia a gestão das empresas, definindo o papel dos executivos, as relações entre executivos e acionistas e as relações da empresa com os mercados financeiros e de capital (Cintra, 1999).

Nesse sentido a governança é descrita como sendo um mecanismo pelo qual os acionistas (*shareholders*) se protegem contra a expropriação por parte dos diretores (*insiders*) (La Porta, et al., 2000).

No Brasil o conceito de governança corporativa começou a ser moldado em 1995 com a criação do Instituto Brasileiro de Conselhos de Administração, atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que define governança corporativa:

*Sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa governança corporativa garante equidade aos sócios, transparência e responsabilidade pelos resultados (*accountability*). (IBGC, 1995).*

Os mecanismos de governança poderiam ser irrelevantes caso houvesse um contrato onde os acionistas descrevessem as funções e ações a serem exercidas pelos administradores, de forma a abranger todas as possíveis situações do cotidiano da empresa. Entretanto, os contratos firmados na relação agente principal são vagos e muitas vezes omissos sobre matérias importantes para a empresa (Jensen e Meckling, 1976). Isso é o que a teoria econômica chama de contratos incompletos.

Os contratos são considerados incompletos por causa da existência de custos de transação. Esses custos são entre outros: (i) dificuldades das partes contratantes definirem *ex-ante* as contingências que podem vir a ocorrer (*unforeseen contingencies*); (ii) uma vez que as contingências possíveis podem ser numerosas, o custo de negociação para colocá-las no contrato é grande; e, por último, mais não menos importante, (iii) o custo de execução do contrato. Uma parte do contrato pode se defrontar com um comportamento oportunista da outra parte. (Warman, 2004)

Somada à autonomia relativa de decisão dos agentes, uma vez que estão sujeitos a contratos incompletos, temos a diferença de preferências das partes do contrato. As ações dos agentes/administradores geralmente buscam a estabilidade e o crescimento da corporação, o que muitas vezes podem ser conflitante com os interesses, de valorização das ações e distribuição de dividendos dos principais/acionistas (Mattedi, 2006).

Na ausência de algum mecanismo que possa alinhar tais interesses, o agente fica propenso a não considerar a perda do bem-estar do principal. Isso é o que a literatura econômica chama de **perigo moral** (Fiani, 2006). Assim a teoria de agência busca estudar os problemas que surgem após a separação entre a propriedade e gestão. Além disso, existe a preocupação de sugerir mecanismos eficientes, tais como sistema de monitoramento e incentivos, para que o risco moral seja minimizado.

Em linhas gerais são propostos por Warman (2004) três mecanismos que poderiam ser utilizados a fim de alinhar parcialmente dos interesses dos tomadores de decisão/agentes e dos acionistas/principal. São eles: (i) tornar o gerenciamento sensível a compensações monetárias, tais como bônus e opções de compra de ações da empresa; (ii) incentivos a uma maior preocupação dos gerentes com suas carreiras os induziriam a atender aos interesses dos acionistas; e finalmente (iii) os investidores podem se engajar no monitoramento e exercer voz ativa no curso das decisões da empresa.

Segundo Jensen (1986) *apud* Santos (2005) pagar dividendos é outra uma forma de atenuar o problema de agência, pois, ao diminuir o fluxo de caixa à disposição dos gestores, limita a capacidade dos mesmos de tomar atitudes oportunistas. Isso porque não dispondo o gestor de fluxo de caixa livre para financiar projetos da empresa, precisará ir ao mercado para consegui-lo. Como o mercado seleciona apenas projetos

economicamente eficientes, o gestor não teria como mal utilizar os recursos dos acionistas.

Nesse sentido, no Brasil o IBGC também modificou o seu conceito. Acrescentou a ele a importância da governança corporativa para o aumento do valor da sociedade:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. (IBGC, 2005)

A ênfase no aumento do valor da empresa demonstra mais uma vez que as práticas de governança corporativa foram se aperfeiçoando para atender ao mercado financeiro. De acordo com Carvalho (2002) *apud* Barbosa (2006), tais práticas podem conduzir a diminuição do custo de capital próprio e do custo de financiamento, o que aumentaria o valor da empresa frente ao mercado de capitais.

Neste mercado existem inúmeros problemas de conflito de interesses. Além do conflito entre acionistas e administradores é importante ressaltar o conflito entre *equityholders* e *bondholders*. Quando a empresa realiza um ganho, o primeiro está mais propenso a aceitar investimentos com maior risco do que o segundo. Isso porque aqueles recebem um retorno caso o investimento dê certo, enquanto esses arcam com um custo grande quando a firma entra em *default*. (Jensen e Meckling, 1976)

A preocupação com as demais partes interessadas das empresas fez com que o próprio conceito de governança corporativa fosse transformado ao longo dos anos. Segundo a OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), a governança corporativa é definida como um conjunto de relações entre a administração de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Além disso, proporciona a estrutura que define os objetivos da empresa, como atingi-los e a fiscalização do desempenho. (OCDE, 1999).

Além disso, vale ressaltar que em empresas onde existem acionistas majoritários que acabam gerenciando o negócio, o conflito administrador/acionista pode se transformar

no conflito entre os acionistas majoritário¹ e os minoritários². Esse conflito pode gerar falta de liquidez das ações no mercado financeiro. Então para atender as necessidades de liquidez, são adotadas práticas de governança que asseguram os direitos dos minoritários.

Logo, a governança corporativa tenta estabelecer sistemas de monitoramento e incentivo para que os administradores gerenciem as empresas em linha com os interesses principalmente dos acionistas e em menor grau com os interesses das demais partes relacionadas.

Assim, em uma primeira análise dos conceitos de governança fica claro que ela exerce dois papéis de importância nas corporações. Ajuda a reduzir o conflito de agência, diminuindo a assimetria de informação entre as partes relacionadas. Além disso, pode ser um fator para aumentar o valor da empresa. Essas funções têm como objetivo principal atender as exigências para obtenção de um mercado financeiro eficiente.

Afirmar a partir de uma simples análise da evolução do conceito de governança corporativa que ela se desenvolveu para atender ao mercado de capitais não é suficiente. É necessário se aprofundar nas práticas de governança adotadas pelas empresas e no objetivo que as levaram a tal ação. Por isso, na próxima seção estão apresentados os modelos de governança corporativa e suas respectivas evoluções.

1.3 – A Economia Política da Governança Corporativa

Existem duas teorias que tentam explicar porque existe uma estreita relação entre as corporações e o mercado de capitais. São elas a teoria de controle financeiro e a teoria de dependência de recursos.

A teoria de controle financeiro tem como base de análise o capital. Este é um recurso incerto, mas essencial para as corporações, assim o controle sob o fluxo de capital propicia às instituições financeiras (principalmente bancos comerciais e companhias de seguro) um meio de exercer controle sob as corporações. (Stearns, 1986)

¹ Pessoa física ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

² Proprietário de ações, cujo total não lhe permite participar do controle da companhia.

Já a teoria de dependência de recursos analisa como as corporações gerem e controlam as incertezas do meio em que estão. As corporações não são nem autônomas nem auto-suficientes, logo elas dependem do mercado para obter os recursos necessários para a sua sobrevivência. É essa dependência que possibilita algum grau de controle das corporações por parte das instituições financeiras. Ou seja, a corporação torna-se dependente e vulnerável ao controle externo na medida em que conta com outra corporação como fonte do capital crucial para ela. (Stearns, 1986)

O mercado de recursos não se mantém estável ao longo do tempo. Isso é ocasionado pela entrada no mercado de novas organizações e saída de outras e também pela expansão e contração no fornecimento de capital. Com isso, o grau de dependência das empresas frente ao mercado pode variar. (Stearns, 1986)

Não apenas o grau de influência varia, mas também a forma com que o mercado direciona o comportamento das empresas. As práticas de governança são o meio de controle do mercado sobre as corporações. Tais práticas serão distintas entres os países, dependendo das formas de organização capitalista e prioridades políticas e sociais de cada um deles. (Lethbridge, 1997)

Os diversos modelos de governança são reflexos das condições históricas, culturais e institucionais dos países que predomina em cada um deles. Porém, o que mais influencia nas práticas de governança é a formação econômica dos países, principalmente no aspecto da maturidade do sistema financeiro e, dentro deste, o desenvolvimento de seu mercado de capitais, sua cultura empresarial e suas instituições legais, além da forma dominante de propriedade e financiamento das empresas. (Oliveira, 2000)

Segundo os critérios apresentados, a governança corporativa tem um modelo para cada país. Contudo, é possível distinguir dois modelos clássicos: o anglo-saxão e o nipo-germânico (Lethbridge, 1997). Por isso, a análise da economia política da governança corporativa pode ser focada esses dois modelos.

No modelo anglo-saxão as empresas se financiam via mercado de capitais onde emitem ações. Assim, a estrutura de propriedade torna-se pulverizada. O risco dos acionistas é minimizado com a bolsa de valores garantindo a liquidez das participações. A

aprovação do mercado quanto à administração é representada pela alta dos preços das ações da empresa. Contudo, para que o mercado, através do mecanismo de preços, possa expressar corretamente a situação das empresas é necessário um nível elevado de transparência com divulgação periódica de informações e controle sobre o uso de informação privilegiada. (Lethbridge, 1997)

No modelo nipo-germânico as empresas fazem uso do sistema bancário para sua alavancagem, ou seja, via emissão de títulos de dívida (Mattedi, 2006). Assim a propriedade é mais concentrada. Além disso, as participações costumam ser de longo prazo. Para o funcionamento do sistema não é necessária a liquidez, os acionistas reduzem seus riscos buscando as informações junto à administração das empresas (Lethbridge, 1997).

A discrepância na concentração da propriedade entre esses dois grupos de países esta apresentada nos dados levantados por Dietl (1998) *apud* Siffert (1998). Segundo Dietl (1998) na Alemanha cerca de 70% das maiores empresas possuem acionistas com uma participação acima de 50%, enquanto nos EUA essa concentração não chega a 4% (vide quadro 1.1).

Quadro 1.1 - Concentração da Propriedade na Alemanha, no Japão e nos Estados Unidos

<i>Percentagem (x) do capital votante controlado pelo maior acionista</i>	<i>Alemanha¹ (1994)</i>	<i>Japão² (1995)</i>	<i>Estados Unidos³ (1995)</i>
0 < x < 10	3,2	61,2	66,0
10 < x < 25	6,9	21,3	17,4
25 < x < 50	16,7	12,9	13,0
50 < x < 75	31,9	4,7	2,1
75 < x < 100	41,3	-	1,5

Fonte: SIFFERT (1998)¹

¹ Informação para a Alemanha baseada nas 550 maiores companhias abertas e fechadas . ² Informação para o Japão baseada em todos os 1.321 kabushiki-kaisha ³japoneses listados nas Bolsas de Valores de Toquio, Osaka e Nagoya. ³ Informação para os Estados Unidos baseada em todas as corporações norte-americanas listadas na S&P 500, S&P MidCap 400 e S&P SmallCap 600.

³ Kabushiki gaisha ou kabushiki kaisha são um tipo de corporação de negócios definida sob a lei japonesa. Muitas companhias japonesas traduzem a frase "Kabushiki Kaisha" (KK) como "Co, Ltd." enquanto os outros usam as traduções mais estadunizadas Corporação ou Incorporada.

A participação de longo prazo no modelo nipo-germânico pode ser explicada da seguinte forma: o sistema japonês se baseia no *business network*, onde o interesse mútuo entre as partes do sistema servem de controle uma das outras. Rubach e Sehora (1998) afirmam que no Japão entre 50% e 70% das ações de empresas listadas em bolsas são detidas por outras empresas, no sistema de participações acionárias cruzadas que une os membros de *keiretsus*⁴. Rubach e Sehora (1998) consideram também que os bancos em geral e outros investidores institucionais pouco atuam na governança corporativa, agindo apenas como monitores, sendo mais efetivos apenas em casos de baixo desempenho.

A hipótese da participação de empresas não-financeiras no controle uma das outras é corroborado pela abertura da estrutura de propriedade das corporações de capital aberta na Alemanha, no Japão e nos Estados Unidos feita por Dietl (1998)

Quadro 1.2 – Estrutura de Propriedade das Corporações de Capital Aberto na Alemanha, no Japão e nos Estados Unidos (em %)

	Alemanha (1990)	Japão (1994)	Estados Unidos (1992)
Família	17	23,5	49,8
Bancos	10	22,2	0,3
Cias. De Seguros	12	17,0	5,0
Fundos de Pensão	n.d.	1,6	29,2
Fundos Mútuos	n.d.	-	9,0
Cias. De Investimentos	-	2,6	-
Cias. De Títulos	-	1,4	0,3
Empresas Não-Financeiras	42	23,8	n.d
Estatais	5	0,5	0,0
Estrangeiras	14	7,4	6,3

Fonte: Dietl (1998) *apud* SIFFERT (1998)

Vale observar que a alta participação das famílias na propriedade das corporações nos EUA não significa que as mesmas sejam controladas por famílias. Como a propriedade nos EUA é pulverizada (vide quadro 1.1) uma família sozinha normalmente não detém o controle de uma empresa.

⁴ Termo japonês que designa um modelo empresarial onde há a coalizão de empresas unidas por certos interesses econômicos.

Já o sistema alemão tem uma participação de longo prazo, explicada pela intensa presença dos bancos no conselho de administração. Segundo Rubach e Sebra (1998) na Alemanha os bancos desempenham papel de destaque nas decisões das empresas e utilizam participações acionárias para fortalecer relações comerciais com clientes.

Esses dois tipos de propriedade (concentrada ou não) e formas de monitoramento (via mercado ou junto à administração) são reflexos dos objetivos traçados pelas empresas. No modelo anglo-saxão o objetivo principal é criar valor para os acionistas, enquanto que no modelo nipo-germânico as empresas buscam equilibrar os interesses dos acionistas com as demais partes interessadas na empresa (como empregados, fornecedores, clientes e comunidade)

Logo, fica clara a necessidade de distintas das práticas de governança nesses modelos, uma vez que cada um deles têm um tipo de controle corporativo. O primeiro modelo tem ênfase nos *shareholders*, ou seja, a obrigação primordial dos administradores é agir em nome dos acionistas. O segundo modelo tem ênfase nos *stakeholders*, ou seja, não só os acionistas são importantes mais também a ação e os resultados na empresa frente à sociedade. (Lethbridge, 1997)

Uma diferença clara entre as práticas de governança de tais modelos é a forma de divulgação de informação. Enquanto no modelo de *shareholders* as informações fornecidas pelas empresas tem como público alvo aos acionistas, no modelo *stakeholders* as informação devem contemplar as exigências das demais partes relacionadas. (Lethbridge, 1997)

Existem bons exemplos de modelos em que a sociedade tem grande relevância nas decisões das corporações, um deles é a Alemanha. Nesse país os empregados têm força política contra as demissões. As empresas são obrigadas por lei reservar cinquenta por cento dos assentos nos conselhos supervisores, que monitoram os conselhos de administração, aos empregados. Além disso, os conselhos de trabalho devem ser consultados antes da realização de um grande número de demissão. (Lethbridge, 1997)

Contudo, é inegável a importância dos investidores institucionais americanos como financiadores de empresas em todo o mundo, podendo eles influenciar a governança corporativa das empresas mesmo nos países que adotam o modelo nipo-germânico.

Abaixo esta apresentada a composição (%) dos portfólios dos fundos de pensão americanos em 1990.

Quadro 1.3 – Composição dos portfólios dos fundos de pensão nos Estados Unidos – 1990 (%)

Países	Ativos Líquidos	Títulos	Empréstimos	Imóveis	Ações
Reino Unido	7	14	0	9	63
Estados Unidos	9	36	0	-	46
Alemanha	2	25	36	6	18
Japão	3	47	13	2	27
Canadá	11	47	0	3	29
Países Baixos	3	23	39	11	20
Suécia	3	84	10	1	1
Suíça	12	29	14	17	16
Dinamarca	1	67	1	-	7
Austrália	23	20	-	16	27
Itália	21	45	1	32	2

Fonte: Cintra (1999)

Vale destacar que a maior parte do grande volume de capital detido pelos fundos de pensão americanos está aplicada em títulos ou ações das empresas nos países onde estão presentes.

É possível intuir que para atrair as aplicações financeiras dos investidores institucionais americanos, as empresas se adaptem para atender as exigências desses investidores no que tange às práticas de governança corporativa.

Contudo, até chegar ao atual escopo de melhores práticas de governança corporativa foram travadas algumas discussões desde o final dos anos 1980. Lethbridge (1997) separa esse debate em três etapas: a crítica da eficiência no curto prazo, o desequilíbrio de poderes e *shareholders versus stakeholders*.

1.3.1 – A crítica da Eficiência no Curto Prazo

Durante a segunda metade da década de 80 as empresas americanas perderam competitividade no mercado mundial. Em 1990, o *Industrial Research Institute* apontou como uma das causas, o viés da administração em atender as demandas por resultados financeiros de curto prazo de seus acionistas. (Lethbridge, 1997)

A subordinação das corporações faz com que os executivos, temendo o julgamento do mercado, procurem manter alto o preço das ações através, por exemplo, de políticas de distribuição de dividendos. Em contrapartida, o desenvolvimento de longo prazo das empresas fica prejudicado, uma vez que os investimentos em P&D são postergados a fim de atender a rígida política de dividendos. (Cintra, 1999)

Nesse sentido as empresas alemãs e japonesas teriam uma vantagem frente às americanas: acesso a investimentos de longo prazo. Estes seriam concedidos por bancos que tinham participações acionárias relevantes e as usavam para estreitar as relações de longo prazo com os clientes.

Caberia então uma mudança na postura dos acionistas americanos, que tinham uma lógica de administradores de recursos (em busca apenas de rendimento de curto prazo), a fim de favorecer a competitividade de suas empresas.

Por isso, Duke (1991) *apud* Lethbridge (1997) identificava uma tendência dos investidores americanos abandonarem o comportamento de investidores de portfólio para adotar uma postura de proprietários. Assim, haveria uma convergência para o modelo nipo-germânico, já que os acionistas seriam mais ativos na administração das empresas.

Contudo, a perda de competitividade das empresas americanas, na década de 1980, foi revertida sem que o comportamento imediatista dos acionistas fosse modificado e por tanto sem que as práticas de governança fossem alteradas. Ou seja, a suposta tendência para o modelo nipo-germânico foi interrompida pela recuperação econômica dos países anglo-saxões em comparação com a debilidade relativa das economias alemãs e japonesas (Lethbridge, 1997). Logo, mesmo quando nos Estados Unidos houve a necessidade de mudança nas práticas de governança corporativa, mais especificamente na postura dos acionistas americanos, para solucionar o problema de competitividade das empresas, tal atitude não foi realizada. Ou seja, as práticas de governança não se adaptaram às circunstâncias do mercado onde essas empresas atuavam apenas se mantiveram atendendo as exigências do mercado financeiro.

1.3.2 – O Desequilíbrio de Poderes

No início de década de 90 a preocupação com o modelo anglo-saxão de governança corporativa era com a discrepância entre o poder exercido pelos dos administradores nas empresas e o poder de proprietário não exercido pelos acionistas. Estes últimos continuavam com foco no rendimento das suas ações sem analisar a perspectiva de crescimento das empresas.

Existiam condições que proporcionavam mais liberdade de ação à administração. A maior delas foi a criação de mecanismos que impediam aquisições hostis das empresas. Alguns deles estão descritos no quadro 1.4. Este tipo de aquisição seria uma maneira contundente de o mercado demonstrar sua insatisfação com a administração da empresa. (Lethbridge, 1997)

Quadro 1.4 – Algumas Medidas para se Contrapor às Tentativas de Aquisição Hostil.

Anti-Takeover Amendments, também conhecida como *Supermajority Amendments*: constitui uma alteração nos estatutos de uma empresa exigindo que uma maioria substancial (67% a 90%) de acionistas aprove as operações importantes, como a ratificação da aquisição de controle

Golden Parachute: cláusula contratual concebida para proteger os executivos de alta posição proporcionando-lhes generosos benefícios, caso seja demitidos após um processo de aquisição de controle hostil.

Leveraged Recapitalization: enquanto os acionistas externos recebem dividendos, os acionistas internos recebem novas ações. Os dividendos são financiados por empréstimos. Essa reorganização amplia o grau de alavancagem da empresa com maior participação dos administradores no estoque de ações.

Poison Pill: emissão de uma nova série de ações preferenciais que conferem aos titulares o direito de resgatá-las com prêmio após a aquisição. Essa medida eleva o custo e, assim, desestimula uma tentativa de aquisição.

Shake Repellents ou método para afastar investidor agressivo: dispositivo sobre preços justo, exigindo que um proponente pague o mesmo preço a todos os acionistas. Isso aumenta os valores envolvidos e desestimula oferta para aquisição de ações que forem concebidas para atrair apenas aqueles acionistas mais interessados em substituir a administração da empresa objeto da oferta.

Fonte: Cintra (1999)

Somada a essa preocupação, nos Estados Unidos os investidores institucionais aumentaram a quantidade de recursos aplicados no mercado e conseqüentemente as suas

participações acionárias nas empresas. Isso acarretou em risco de perda de liquidez das ações, uma vez que se a *performance* das ações não atendessem as expectativas e os investidores desfizessem suas posições, a venda seria feita com um desconto relevante no valor das ações. (Cintra, 1999)

Conseqüentemente, os investidores institucionais foram incentivados a assumirem postura mais ativas nas empresas. A intensidade da interferência dos investidores nas empresas não é uniforme entre os fundos americanos.

Existem fundos que não tem participações relevantes que dão direito a assento no conselho de administração. Esses, tal como o TIAA-CREF (*College Retirement Equity Fund of the Teachers Insurance and Annuity Association*), costumam exercer o seu direito de voto por procuração (Cintra, 1999), pressionando apenas a adoção, por parte da empresa, de determinados princípios de governança corporativa, como, por exemplo, número de membros independentes dos conselhos de administração, avaliação formal dos conselheiros e contratos de remuneração da diretoria. (Lethbridge, 1997)

Fundos como o CalPERS (*California Public Employees Retirement*) por mais que não detivessem participações decisivas nas empresas em que eram acionistas, adotaram uma postura mais ativa. Desde 1987, CalPERS começou a publicar uma lista anual das empresas em que empenhava em transformar o gerenciamento, apresentando as 50 firmas em seu portfólio que apresentavam os piores desempenhos (Cintra, 1999).

Além disso, o CalPERS organizava reuniões com a administração para apresentar propostas de mudanças na estratégia e na estrutura de custos das empresas. Assim pressionava para a adoção de melhores práticas de governança corporativa nas corporações.

Após cinco anos as empresas monitoradas ampliaram os seus rendimentos, em média, 6,8%, acima do índice S&P 500; sendo que, cinco anos antes, a taxa média de retorno das empresas era de 7,1% a.a., e a do índice S&P 500, 14%. (Economics, 1994, p.16 apud Cintra, 1999)

O ativismo do CalPERS não se deteve em monitorar de forma mais próxima as empresa americanas e passou desenvolver um programa formal de gerenciamento internacional e aplicar em 16% do seu portfólio (*US corporate*, 1996, p.138-139 apud Cintra, 1999).

Além disso, o CalPERS publica cartilhas de governança corporativa para países específicos, propondo reformas no sistema de governança vigente nesses países (Lethbridge, 1997).

Como resposta ao ativismo dos investidores institucionais, as empresas passaram a adotar práticas de governança corporativa que contribuíssem para minimizar a assimetria de informação entre os acionistas e administradores e o oportunismo desses últimos.

A fim de minimizar a assimetria de informação, a exigência de conselheiros independentes no conselho de administração tornou-se hoje uma característica primordial para que uma empresa seja considerada transparente. Pois, assim, os acionistas através dos pareceres do conselho de administração ficam cientes da real situação econômico-financeira da corporação.

Uma das respostas quanto ao ativismo dos investidores institucionais no que diz respeito ao oportunismo dos administradores foi a adoção da remuneração variável, através de opções de compra das ações das empresas. Assim os diretores passam a ter incentivos pessoais no bom desempenho da empresa.

Logo, as mudanças ocorridas na governança corporativa das empresas no início dos anos 1990 foram para atender as exigências dos investidores institucionais que se tornaram grandes agentes no mercado financeiro mundial.

1.3.3 – *Shareholders versus Stakeholders*

A medida de eficiência do investimento normalmente utilizada é o retorno do capital financeiro. Porém, observa-se atualmente a tendência de mudanças, como a redução das restrições sobre a influência dos acionistas, o aumento das relações de longo prazo e o reconhecimento dos demais *stakeholders* (Rubach e Sebora, 1986).

Nos países anglo-saxões a eficiência da governança corporativa restrita a atender a relação entre acionistas e empresas foi questionada na segunda metade da década de 1990. Em um primeiro momento foi observada uma preocupação com as demais partes relacionadas à empresa, principalmente os funcionários.

Nos Estados Unidos em 1996, por exemplo, o então ministro do trabalho, Robert Reich, propôs uma redução de impostos para as empresas que ajudassem os empregados demitidos a encontrar outro emprego ou fornecessem treinamento preparatório para funcionários. (Lethbridge, 1997)

No Reino Unido em 1995 o Royal Society of Arts publicou um relatório onde afirmava que as empresas mais competitivas do futuro seriam aquelas que atendessem aos interesses de todos os *stakeholders*, e não se limitassem a criar valor aos seus acionistas. Ou seja, seus parâmetros de desempenho não seriam apenas os indicadores financeiros (Lethbridge, 1997).

Assim, poderíamos supor uma tendência de convergência para o modelo nipo-germânico. Algumas das vantagens desse modelo são a melhora na qualidade dos empregados uma vez que esses teriam treinamento preparatório e a melhora no ambiente da empresa já que os executivos e funcionários teriam um relacionamento mais próximo.

Além disso, o comprometimento dos bancos (acionistas) em financiar os investimentos de longo prazo das empresas acarreta em um nível de investimento produtivo maior do que em países onde não há apoio dos acionistas.

Contudo, no que diz respeito a medidas concretas, o impacto desse novo conceito de governança corporativa foi praticamente nulo nos países anglo-saxões. Além disso, nos países onde o sistema de governança possuía características nipo-germânicas ocorriam mudanças a favor de uma administração voltada a atender os interesses dos acionistas (Lethbridge, 1997).

Um dos pilares mais relevantes do sistema *stakeholders* na Alemanha é a forte pressão que os funcionários exercem sobre a diretoria, criando barreiras as demissões. Porém, entre 1993 e 1994 dois grandes grupos alemães demitiram cerca de 90 mil funcionários com o objetivo de aumentar a lucratividade do negócio (Lethbridge, 1997).

A participação ativa dos bancos nas empresas também não é mais tão forte quanto no final da década de 1980. Desde 1997, os bancos estão flexibilizando seus investimentos, desfazendo assim suas posições majoritárias nas empresas. Os novos acionistas das

empresas alemãs são os investidores institucionais americanos. Assim, as corporações se adequaram às normas internacionais de contabilidade, principalmente o US-GAAP, além de adotarem práticas de governança como a remuneração variável para atrair mais investidores (Lethbridge, 1997).

No Japão o movimento de ênfase nos acionistas é similar:

Os bancos foram enfraquecidos ao longo da década de 90 pelo alto volume de créditos inadimplentes legados pelo crash de 1989. A “lealdade” das empresas aos outros membros dos Keiretsus também não parece mais tão obrigatória. Os lucros, em vez do princípio de relacionamento dentro do grupo, estão sendo colocados em primeiro lugar, e as empresas cada vez mais de abastecem ou vendem fora do grupo. Participações acionárias cruzadas também estão começando a ser liquidadas, para fazer frente a compromissos financeiros. (Lethbridge, 1997, pg.12)

Logo percebemos que o modelo de governança corporativa está se tornando cada vez mais voltado a atender o ativismo dos fundos de investimentos americanos. Essa é a tendência não só nos países que já adotavam o modelo anglo-saxão, mas, como também nos países que tinham como alicerce o modelo nipo-germânico.

Então, fica nítido que o movimento de mudança na governança corporativa das empresas não é fruto de pressões sociais e ou culturais e sim tem como foco em melhor atender as exigências impostas pelos agentes do mercado financeiro.

A análise da economia política da governança corporativa feita até o momento foi baseada nos dois modelos clássicos de governança. Porém, cada país adota um modelo próprio que é reflexo das suas condições históricas e institucionais. Por isso, no próximo capítulo está descrita a evolução da governança corporativa no Brasil segundo as particularidades deste país na década de 1990.

Capítulo II – O PENSAMENTO NEOLIBERAL E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1 – Introdução

O pensamento liberal, dominante no mundo no início da década de 1990, sugeria um Estado mínimo onde predominassem os mecanismos de mercado para ajuste e crescimento da economia. Nesse sentido, no Brasil, foi feita mudanças estruturais para alcançar maiores níveis de desenvolvimento. Dentre essas transformações estão a abertura comercial, a liberalização financeira e as privatizações.

Com as privatizações a administração das empresas teve que se adaptar à exigências dos os novos acionistas, em grande parte estrangeiros. Assim, algumas práticas de governança consideradas até então irrelevantes no país passaram a ser exigidas pelo capital estrangeiro entrante.

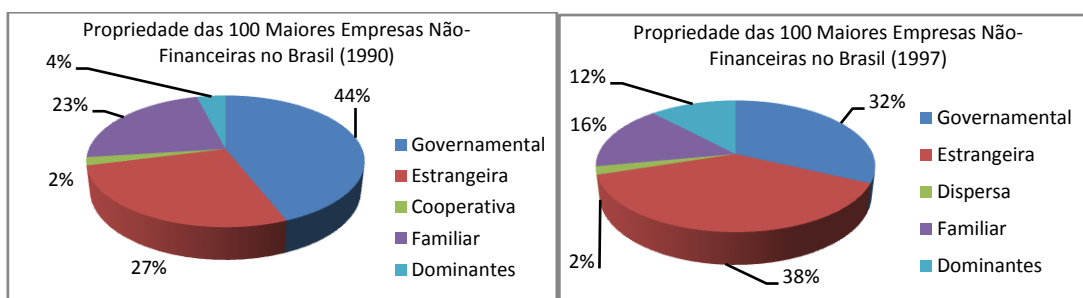
Além disso, a liberalização financeira a fim de atrair capital estrangeiro levou o governo a reformas institucionais. Para atenuar os riscos de aplicação de capital no Brasil foram necessárias, dentre outras mudanças, alterações na Lei das S.A. (Lei das Sociedades Anônimas) e reformulação dos poderes atribuídos à CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

O presente capítulo está, portanto, dividido nas seguintes seções: após essa introdução na segunda seção será descrito o mecanismo pelo qual as privatizações proporcionaram mudanças nas práticas de governança corporativa no Brasil; na terceira seção serão apresentadas as mais relevantes reformas estruturais feitas pelo governo e as políticas de incentivo à governança corporativa; na última seção é apresentado um resumo e as principais conclusões da discussão de governança corporativa no Brasil.

2.2 – O Efeito das Privatizações

O processo de privatização implicou em mudanças no controle acionário das empresas brasileiras. Esse fato é corroborado pela transformação do perfil da propriedade das 100 maiores empresas brasileiras e não-financeiras entre 1990 e 1997.

Gráfico 2.1 – Propriedade das 100 Maiores Empresas Não-financeiras do Brasil



Fonte: (Siffert 1998)

Segundo a classificação de Siffert (1998), **propriedade governamental** é aquela em que o governo possui a maioria das ações com direito a voto. A classificação **propriedade estrangeira** é dada quando uma multinacional possui mais de 50% das ações com direito a voto. **Propriedade cooperativa** é aquela que esta registrada como cooperativa. A classificação **propriedade dispersa** significa que nenhum acionista possui mais de 20% do poder de voto. A **propriedade familiar** é aquela em que uma família ou pessoa detém a maioria das ações com direito a voto. E por último, a **propriedade dominante** é aquela em que um proprietário detém entre 20% e 50% das ações com direito a voto.

O período entre 1990/97 foi intenso o processo de privatização. Como consequência imediata observa-se a queda do percentual das empresas com domínio estatal. Esse percentual se reduz de 44% para 32%.

Em contrapartida, o percentual das maiores empresas brasileira controladas por capital estrangeiro aumenta de 27% para 38%, no mesmo período. Isso porque o Brasil sofria um processo de liberalização financeira onde a entrada de capital externo era facilitada.

Outro movimento importante nesse período foi a queda de 7% na participação das empresas familiares. Tal transformação é relevante, pois, o Brasil tem uma cultura de empresa familiar muito forte. O governo conseguiu estimular essa transformação através das mudanças institucionais feitas na década de 1990.

A principal delas foi a introdução na legislação de cláusula aumentando o percentual da relação ação preferencial/ação ordinária para 66%. Assim, os grupos familiares poderiam aumentar a sua capacidade de investimento através da emissão de ação, sem

perder o controle da empresa. Isso porque nessas circunstâncias, com apenas 17% do capital total da empresa era possível manter o seu controle (Borges e Serrão, 2005).

Em contrapartida à perda de importância da empresa familiar, há um aumento no percentual da propriedade dominante de 8%, caracterizando assim, um mercado com tendência de desconcentração da propriedade.

Vale ressaltar que no processo de liberalização econômica a propriedade das empresas brasileiras tornou-se mais pulverizada. Contudo, o mercado de ações brasileiro ainda é considerado muito concentrado se comparado com o mercado americano (Vieira e Correia, 2002).

No caso das empresas privatizadas a questão da governança corporativa teve grande importância, uma vez que foi feita a separação entre a propriedade e a gestão das corporações. Passaram então a ser desenhados pelos novos acionistas mecanismos de delegação, incentivo e monitoramento do desempenho dos administradores. (Borges e Serrão, 2005)

Os investidores institucionais estrangeiros, principalmente os fundos de pensão, nesse período já estavam adotando uma postura mais ativa nas empresas em que detinham capital. No Brasil, não foi diferente, os investidores institucionais adquiriram parcelas significativas de grandes empresas brasileiras como a Usiminas, CSN e Vale e intensificaram suas participações nos conselhos de administração. (Borges e Serrão, 2005)

Logo, as privatizações feitas na década de 1990 modificam o perfil da propriedade de empresas brasileiras, aumentando a participação do capital estrangeiro. Isso fez com que as práticas de governança antes adotadas pelas empresas nacionais sofressem relevantes modificações para atender ao investidor estrangeiro.

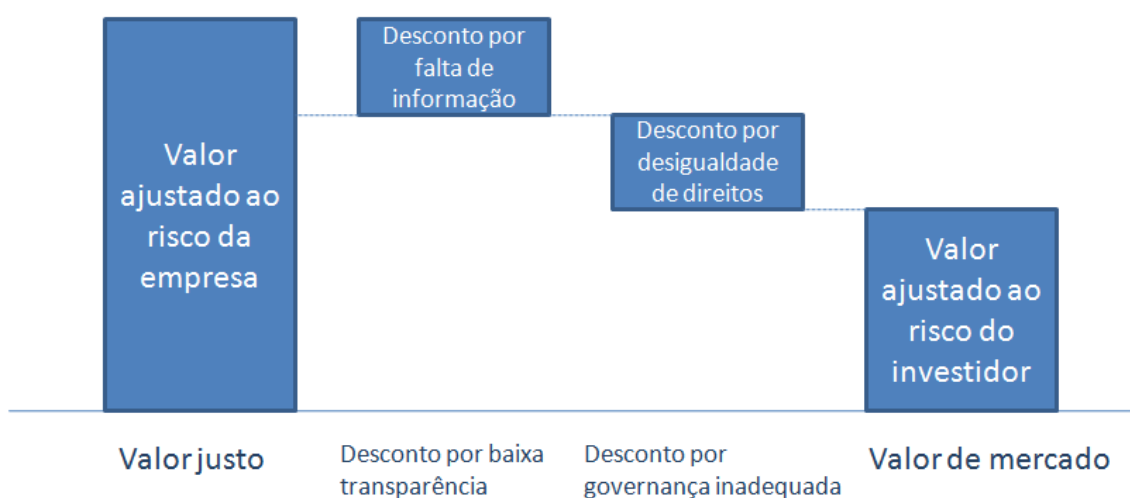
2.3 – O Efeito da Liberalização Financeira

O objetivo síntese da liberalização financeira era desenvolver o mercado de capitais interno para que este fosse capaz de financiar o investimento produtivo das empresas brasileiras e conseqüentemente o crescimento do país.

Estimular o mercado financeiro significa estimular os agentes a aplicarem os seus recursos. Tais agentes fazem uma análise de risco antes da decisão de investimento. Portanto, é importante questionar quais são os fatores relevantes nessa análise.

Segundo Maluf (2000) *apud* Ribeiro (2002) ações de empresas não transparentes e sem boas práticas de governança corporativa seriam negociadas com grandes descontos. Abaixo está apresentado o esquema de formação do preço justo para os investidores.

Gráfico 2.2 – Descontos dos Investidores por Falta de Transparência e Governança Corporativa



Fonte: Maluf (2000) *apud* Ribeiro (2002)

Por isso, a governança corporativa no modelo neoliberal é tida como a solução para a valorização da empresa. Essa afirmação é corroborada no trecho abaixo de Grün (2004):

A “boa” governança corporativa é a solução internacionalmente reconhecida como o padrão do receituário neoliberal para resolver o problema da capitalização das empresas, fazer deslanchar não só os mercados financeiros, mas também as economias locais como um todo. (GRÜN, 2004, p 15)

Contudo, o Brasil no início da liberalização financeira não dispunha de uma regulação estruturada e nem de uma política madura de estímulo ao mercado financeiro. A lei que criou a CVM e disciplinou o mercado de capitais é datada de 1976 (Lei 6.385/76). Contudo, esta tinha grandes falhas como, por exemplo, não era atribuída à CVM a independência necessária para um órgão regulador (Borges e Serrão, 2005).

Além disso, o estímulo ao uso de ações preferenciais para que as empresas familiares emitissem ações no mercado financeiro teve efeitos nocivos ao mercado. Na década de 1970 e 1980 as ações sem direito a voto perderam valor por causa de expropriação dos minoritários (Borges e Serrão, 2005).

Com a globalização e o forte fluxo de capital externo para o Brasil, tanto direto como indireto, fica evidente a necessidade da adequação de nossa legislação. São demandas iminentes do novo status quo maior transparência, tanto regulatória quanto das empresas, regras de gestão que permitam aos minoritários direitos básicos e regras de entrada e saída dos acionistas mais claras. (Vieira e Mendes, 2004, p.104)

Portanto, é importante detalhar quais foram as mudanças na legislação brasileira que tinham como objetivo atender as exigências dos agentes financeiros, principalmente dos detentores de ações preferenciais. Além disso, vale destacar as políticas de incentivos às boas práticas de governança corporativa formuladas pelas instituições do mercado de capitais.

Logo, abaixo estão descritas as mudanças na Lei das S.A. na lei que instituiu a CVM. Além disso, esta apresentada a iniciativa da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) em estimular as boas prática de governança corporativa.

2.3.1 – A Lei das Sociedades Anônimas

Segundo Lamy e Pedreira (1997) *apud* Borges e Serrão (2005) “o destino das leis de sociedades por ação é serem modificadas sem cessar: seja a pedido do público, que reclama insuficiente proteção contra fraude (...), seja a pedido do alto comércio e da finança (...)” (p.130).

No Brasil não foi diferente: a Lei das S.A. foi adaptada ao longo do tempo. Contudo, cabe ressaltar que a motivação foi o contexto de entrada de capital estrangeiro e a desvalorização das ações preferenciais no final da década de 1980, e não qualquer tipo de pressão social.

Desde sua elaboração foram inúmeras as leis que a modificaram. Dentre as mais importantes esta a Lei 9.457/97 que retira o *tag-along*⁵, ou seja, os investidores que comprassem as ações dos acionistas majoritários não teriam obrigação de fazer a mesma oferta aos acionistas minoritários. Isso foi feito para facilitar o processo de privatização, pois, sem a obrigação de fazer oferta aos minoritários, os compradores poderiam oferecer valores mais elevados pelas ações do Estado. (Muto e Azevedo, 2008)

Contudo, como já foi mencionada, no final da década de 1990, a importância dos minoritários para o desenvolvimento financeiro do país cresce. Assim, em 2001 a Lei 10.303/01 sanciona a volta do *tag-along* e de outros mecanismos que obrigam uma transparência maior das corporações e impõem deveres aos administradores.

Borges e Serrão (2005) destacam como principais inovações da Lei da S.A.: (i) proteção aos acionistas minoritários na hipótese de fechamento de capital da empresa, na medida em que estipulava a obrigatoriedade de realizar uma oferta pública por um preço justo, podendo este ser questionado; (ii) redução da proporção no capital social entre as ações preferenciais e ordinárias para 50%, visando aumentar a quantidade de ações necessárias para o controle acionário da corporação; (iii) eleição de conselheiro de administração por acionistas titulares de ações preferenciais; (iv) previsão da possibilidade de instituir via estatuto da empresa a arbitragem⁶ como forma de resolução de conflitos entre acionistas e companhia ou entre os acionistas controladores e acionistas minoritários; (v) imposição de que as ações preferenciais com direito a voto restrito ou vetado somente sejam negociadas no mercado mobiliário se tiverem direito a dividendos conforme descrito em lei (art17, §1º) (p.131).

Assim, a Lei das S.A. foi modificada até 2001, a fim de atenuar a discrepância de direitos entre os acionistas ordinários e preferenciais. A partir desse momento as alterações nessa lei visaram primordialmente à qualidade e à quantidade da informação fornecida pelas empresas ao mercado.

⁵ “a expressão relaciona o ato do acionista minoritário em precificar, com o alienante, suas ações em limites legalmente estabelecidos, quando do recebimento de uma oferta pública decorrente da alienação do poder de controle de uma sociedade anônima de capital aberto (Junior, 2004).

⁶ Meio alternativo de solução de conflitos de interesses, cuja solução é estabelecida por um árbitro não integrante do Poder Judiciário, porém deve ele observar os princípios constitucionais.

Nesse sentido, em 2007 e 2009, a Lei 11.639 e a Lei 11.941, respectivamente, fizeram modificações na regra da documentação contábil divulgada pelas companhias. A lei de 2007, por exemplo, obriga a divulgação da demonstração do valor adicionado e do fluxo de caixa para as companhias abertas (art. 176, IV e V). Além disso, a Lei 11.639/07 estabelece que as demonstrações financeiras das companhias abertas devam ser elaboradas em conformidade com os padrões internacionais adotados nos principais mercados de valores mobiliários (art.177, §5º).

Logo, é nítido que as mudanças na Lei das S.A. foram apenas para atender as exigências do mercado financeiro. Em um primeiro momento buscou atenuar a desigualdade de direitos entre os acionistas majoritários e minoritários. Já em um segundo momento tenta diminuir a assimetria de informação entre acionistas e administradores através das demonstrações contábeis.

2.3.2 – A Comissão de Valores Imobiliários

Como mencionado, a CVM criada pela Lei 6.385 era limitada para cumprir as suas funções de órgão regulador. Uma das limitações clara era a submissão ao governo uma vez que a exoneração dos diretores da CVM estava sujeita à ação discricionária do Presidente da República (Borges e Serrão, 2005).

Por isso, em 21 de outubro de 2001 foi sancionada a Lei 10.303 e em 31 de outubro do mesmo ano, o Decreto 3.995 que ampliavam substancialmente o poder de regulação e de fiscalização, incluindo a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) (Borges e Serrão, 2005).

Assim, o Estado pôde estabelecer um órgão regulador com dotação orçamentária própria e com capacidade de atrair para seu quadro especialista em mercados de capitais (Borges e Serrão, 2005). Com isso, a autarquia dispôs de condições favoráveis para estabelecer regras eficientes para o desenvolvimento do mercado financeiro interno.

Atualmente a CVM define governança corporativa como “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho da companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores e credores, facilitando o acesso ao capital” (CVM, 2002).

A definição da CVM mostra a preocupação da autarquia com o desenvolvimento do mercado de capitais. Algumas práticas evidenciam isso: (i) a Instrução Normativa da CVM 308 não autoriza as empresas de auditoria a prestarem outros serviços para as companhias a fim de assegurar a imparcialidade dos pareceres dos auditores (Mattedi, 2006); (ii) a Instrução Normativa 457 demonstra a preocupação em convergir as práticas contábeis vigente no Brasil para as práticas estabelecidas pelo IASB (*International Accounting Standards Board*) até 2010.

Logo, vemos que o grande esforço da CVM é em busca da menor assimetria de informação entre os executivos e os acionistas. Para tal finalidade, a autarquia aumenta a credibilidade da informação divulgada uma vez que esta é auditada. Além disso, a CVM facilita o acesso à informação dos investidores internacional já que estas serão divulgadas no padrão internacional até 2010.

2.3.3 – A Bovespa

Nos últimos anos não apenas o governo agiu a fim de aumentar a adoção de boas práticas de governança corporativa, instituições do sistema financeiro também estimulam as empresas. A mais importante instituição a promover a governança corporativa no Brasil é a Bovespa.

Vale ressaltar que da mesma forma que o governo, a Bovespa também estimula as práticas de governança para atender ao mercado financeiro, mais especificamente a insegurança dos investidores do mercado de capitais.

A fim de melhorar a credibilidade das empresas frente ao mercado financeiro, a Bovespa em 2001 lança um segmento chamado Novo Mercado. Nele as companhias comprometem-se a adotar as melhores práticas de governança corporativa. O Novo Mercado funciona como um “selo de qualidade” cujo valor esta nas obrigações contratuais que a empresa assume frente a Bovespa (Mattedi, 2006).

Esse segmento Novo Mercado foi instituído em países como, França (*Nouveau Marché*), Inglaterra (*TechMarket*) e Itália (*Nuovo Mercato*). Contudo, o segmento brasileiro se distingue em um aspecto importante, pois não restringe nem o tamanho nem o setor da empresa listada no Novo Mercado. Nos demais países o Novo Mercado busca atrair apenas grandes empresas de setores de alta tecnologia (Nishi, 2003).

O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.(Bovespa, 2001)

A adesão das companhias ao Novo Mercado é voluntária. Ou seja, o esforço adicional para cumprir todas as regras de governança é visto como um investimento em busca de valorização das ações (Mattedi, 2006). Isso porque o pensamento predominante é o neoliberal onde a governança corporativa é solução para o problema de capitalização das empresas (Grün, 2004).

Um estudo da Merrill Lynch (2000) *apud* Ribeiro (2002) comparou o Novo Mercado de vários países no que se refere à proteção dos acionistas minoritários. O Novo Mercado brasileiro quase alcançou o nível máximo (15 pontos onde o máximo era 17), superando até os Estados Unidos (12 pontos). Isso mostra que o Novo Mercado proporciona uma melhora na imagem da empresa e um potencial crescimento do valor e da liquidez das ações da companhia que aderem ao novo sistema (Ribeiro, 2002).

A Bovespa a fim de atenuar ainda mais a incerteza do mercado de capitais brasileiro cria mais dois segmentos que distinguem as empresas quanto às práticas de governança corporativa. O Nível 1 e 2 da Bovespa atendem as empresas que já tinham ações em bolsa na ocasião da criação do Novo Mercado.

No quadro 3.1 estão relacionadas as práticas que devem ser adotadas pelas companhias para obterem a certificação em cada um dos segmentos da Bovespa.

A fim de proporcionar credibilidade aos seus segmentos, a Bovespa instituiu a Câmara de Arbitragem em 2002. Essa câmara atua apenas para as empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 2 e tem como objetivo principal a solução rápida dos conflitos entre empresas e acionistas (Bovespa, 2002).

Assim, os altos custos processuais decorrentes da demora da justiça comum são minimizados. Além disso, na Câmara de Arbitragem da Bovespa possíveis decisões contraditórias de juízes leigos no que diz respeito ao mercado financeiro são evitadas, uma vez que os árbitros selecionados são especializados em mercado de capitais.

Então, é claro que o esforço da Bovespa em estimular as boas práticas de governança corporativa tem como objetivo principal desenvolver o mercado financeiro local. Para isso, seu trabalho é focado em diminuir a assimetria de informação entre os agentes e conseqüentemente a possibilidade de práticas oportunistas dos administradores.

Logo, ao analisarmos os efeitos das privatizações e da liberalização financeira na década de 1990 no Brasil, vemos que o pensamento liberal dominante exerceu forte influência direta ou indiretamente na governança corporativa das empresas. Dentre as influências indiretas a mais relevante foi a mudança no perfil da propriedade das empresas. Dentre, as diretas observa-se um esforço dos agentes econômicos para desenvolver as práticas de governança no país, seja via imposição legal seja via incentivos.

Um ponto relevante que decorre da análise da influência do pensamento liberal é como as empresas reagiram a essas mudanças e incentivos. Por isso, no próximo capítulo é exposto um estudo de caso. Assim, será possível observar com mais clareza como o desenvolvimento do conceito de governança corporativa influenciou as estruturas de tomada de decisão das empresas brasileiras.

Quadro 3.1 – Critérios de Classificação da Bovespa

Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.	Regras do Nível 1	Regras Nível 2
Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.	Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.	O capital social de companhia deve ser composto apenas por ações ordinárias
Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal.	Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia.	
Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.	Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (<i>tag along</i>).	
Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc.	Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;	
Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.	Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.	
Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.	Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.	
Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.		
Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.		

Fonte: elaboração própria

Capítulo III – ESTUDO DE CASOS: PETRÓLEO BRASILEIRO S.A.

3.1 – Introdução

A partir da análise da governança corporativa no Brasil feita até o momento é possível perceber que ela foi estimulada pelo mercado financeiro. A pergunta que se põe agora é saber como foi a efetiva evolução dentro das empresas no que se refere às práticas de governança corporativa.

Nesse sentido, o presente capítulo tem como objetivo analisar o desenvolvimento das práticas de governança da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras. A Petrobras foi classificada pela revista Exame como a maior empresa brasileira em receita líquida no ano de 2007 (Exame, 2008).

Entretanto, a Petrobras não foi escolhida como objeto de análise apenas por ser uma empresa de grande porte. No capítulo dois ressaltamos a importância do governo no processo de aperfeiçoamento das práticas de governança no país uma vez que ele tinha como objetivo estimular o mercado financeiro nacional.

Dado o grande porte da empresa, é possível considerar que o governo possa ter feito uso da sua participação majoritária sob o controle do capital social para auxiliar na política econômica do país. Por essa razão a Petrobras seria um bom exemplo de como o governo influenciou na estrutura de governança corporativa das empresas através dos incentivos ao desenvolvimento do mercado financeiro no país.

O presente capítulo está estruturado da seguinte forma: depois dessa introdução, na segunda seção é apresentado um pequeno resumo da história da empresa e como ela foi influenciada pelas estratégias de política econômica do governo para o país; na terceira seção estão descritas as modificações na estrutura de governança ocorridas após o início da diluição do capital social da empresa.

3.2 – A Empresa

Uma das marcas da década de 1930 no Brasil foi a tendência à nacionalização dos recursos do subsolo. Um dos maiores exemplos são os decretos-lei nº 366 e nº 395, os quais determinavam que as jazidas de petróleo, mesmo ainda não localizadas, passariam

a ser de propriedade da União. Além disso, o abastecimento de petróleo foi considerado utilidade pública, a indústria de refino também foi nacionalizada e ainda foi criado o Conselho Nacional do Petróleo (CNP) cujas atribuições eram fiscalizar e incentivar a pesquisa no setor de petróleo (Malafaia, 2006).

Ao final da década de 1940, estabeleceu-se polêmica sobre a melhor política a ser adotada pelo Brasil em relação à exploração do petróleo. Havia duas propostas opostas, alguns grupos defendiam o regime de monopólio estatal, outros eram favoráveis à participação de iniciativa privada (Bayardino, 2004).

Após uma intensa campanha popular, o então Presidente da República, Getúlio Vargas sancionou em 3 de outubro de 1953 a Lei 2.004, cuja finalidade era instituir o monopólio da União sobre as atividades da indústria de petróleo, além de autorizar a criação da Petróleo Brasileiro – Petrobrás S.A.. Cabe ressaltar que as atividades de importação e exportação de petróleo e de seus derivados só foram instituídas como monopólio da União em 1963 (Malafaia, 2006).

Com a criação da Petrobrás, o CNP manteve apenas a função fiscalizadora, transferindo para a nova estatal todos seus ativos relacionados com a indústria de petróleo (Malafaia, 2006).

Logo após a criação da Petrobrás, em 1954, a produção diária nacional de petróleo representava menos de 2% do consumo do mesmo (produção de 2.700 barris por dia e o consumo de 170 mil barris) (Bayardino, 2004). Então, a nova companhia tinha como principal objetivo diminuir o déficit em petróleo e seus derivativos do país.

Para isso, ela intensificou as atividades exploratórias e procurou formar e especializar seu corpo técnico, para atender às exigências da nascente indústria brasileira de petróleo. O esforço permitiu o constante aumento das reservas, primeiro nas bacias terrestres (no nordeste brasileiro) e, a partir de 1969, também nas bacias marinhas (primeiramente no litoral de Sergipe e depois no litoral fluminense) (Bayardino, 2004).

A década de 1970 foi decisiva para o desenvolvimento da indústria do petróleo no Brasil. Os choques internacionais do petróleo de 1973 e 1979 elevaram os preços dessa

commodity no mercado internacional. Assim, os investimentos nas atividades de exploração e produção tornaram-se ainda mais rentáveis.

Nesse sentido a estratégia adotada pela Petrobrás foi bem sucedida. Ela resultou na descoberta dos gigantes campos na Bacia de Campos de onde atualmente é feita a retirada da maior parte do petróleo produzido no país. Além disso, essa estratégia deixou como herança o pioneirismo na tecnologia de ponta de exploração e produção de petróleo em águas profundas (Malafaia, 2006).

Para diminuir ainda mais a dependência do petróleo externo e dos seus derivativos, a Petrobrás decidiu ampliar seu parque industrial de refino. Assim foi montado o atual parque com dezessete refinarias sendo que três delas estão localizadas na Argentina e o restante no Brasil.

As estratégias da Petrobrás tiveram que ser reformuladas, na década de 1990, devido à influência do pensamento neoliberal nos governos brasileiros. Nesse período, no Brasil os governos Collor e Fernando Henrique Cardoso modificaram nas leis que regiam o setor do petróleo.

Para a indústria petroquímica brasileira, a década de 90 constitui um marco. Embora os primeiros sinais de crise viessem desde a segunda metade da década anterior, foi a partir dos anos 90 que o setor foi mais intensamente submetido a diversos e importantes eventos que resultaram no desmonte total do aparato regulatório cuidadosamente construído ao longo dos anos 70 e 80. Com o desmoronamento dos mecanismos de regulamentação, ruiu a estrutura institucional então vigente. (Azevedo e Rocha, 2005, p.6)

Um dos exemplos na mudança na regulação é a Lei 9.478/97 que permitiu a entrada no país de empresas estrangeiras na atividade petrolífera (Malafaia, 2006). Assim, a concorrência, base para o modelo neoliberal, se estabeleceu no setor do petróleo no âmbito interno.

Contudo, a concorrência não foi livre, pois, ao mesmo tempo em que o governo permitiu a entrada de novos agentes no mercado de petróleo, ele também criou a ANP (Agência Nacional do Petróleo), em janeiro de 1998, com a finalidade de regular e fiscalizar todas as atividades econômicas integrantes do setor do petróleo. Isso porque os recursos do subsolo ainda são considerados pertencentes a União.

Nesse contexto de aumento da competitividade interna, a Petrobrás traçou uma nova estratégia de crescimento baseada na internacionalização da companhia. Como resultado dessa estratégia, atualmente, a empresa atua em 28 países (incluindo o Brasil), sendo que possui atividade de exploração e produção em 20 países, dentre eles estão: Angola, Argentina, Bolívia, Colômbia, Equador, Estados Unidos, Turquia, Nigéria, México, Peru e Venezuela (PETROBRAS, 2008).

Ainda a fim de aumentar sua projeção internacional e captar recursos para novos investimentos a Petrobrás, em 1998, começa a intensificar o processo de diluição do capital estatal da companhia⁷. Nesse ano, uma emissão de ações preferências foi feita nos Estados Unidos. Com isso 12% das ações preferências da companhia passaram a pertencer aos investidores do mercado americano (PETROBRAS, 2009).

Também em 1998, com incentivo da Resolução nº 2.689 do Conselho Monetário Nacional (CMN), que dispõe sobre aplicações de investidor não residente no Brasil, as ações preferências da companhia foram ainda mais diluídas. Através dessa resolução 28% das ações preferências da Petrobrás passaram a ser negociadas no mercado interno (PETROBRAS, 2009).

Ainda com base na resolução do CMN, em 1999, ações ordinárias da Petrobrás foram colocadas no mercado. Contudo, o percentual das ações ordinárias colocadas via Resolução nº 2689 foi muito pequeno, 1% (PETROBRAS, 2009).

A queda mais relevante do percentual das ações com direito a voto sobre controle estatal ocorreu em 2000 quando passou de 84% em 1999 para 56%. Isso se deu por dois motivos: o incentivo governamental e o lançamento da ADR – 3 nos Estados Unidos.

Essa busca da Petrobrás de financiamento via mercado de capitais esta em linha com o objetivo da política econômica do governo brasileiro no momento, desenvolvimento do mercado de capitais interno. Isso porque a Petrobras sendo uma empresa de grande porte e atuando no mercado de petróleo e gás é um grande atrativo para o capital estrangeiro.

⁷ Em outubro de 1992, houve uma diluição do capital estatal da companhia que resultou na seguinte estrutura do capital social: 53,6% Estado, 46,4% Bovespa para brasileiros.

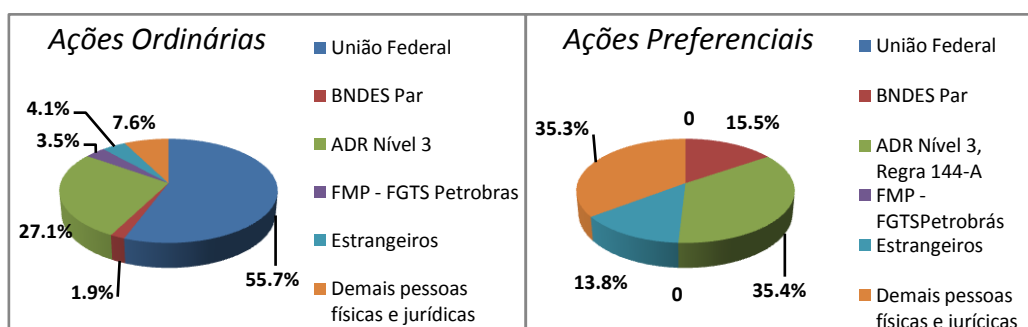
Para incentivar também os investidores nacionais, em agosto de 2000, o governo ofereceu aos trabalhadores brasileiros a opção de investir até 50% do saldo do FGTS em ações da Petrobrás. Essa operação foi um sucesso, pois, na estratégia de pulverização das ações da Petrobrás, as mesmas foram vendidas com 20% de desconto sobre o preço das ações de mercado. Assim, os trabalhadores brasileiros passaram a deter em 2000 o equivalente a 7% das ações com direito a voto da Petrobrás.

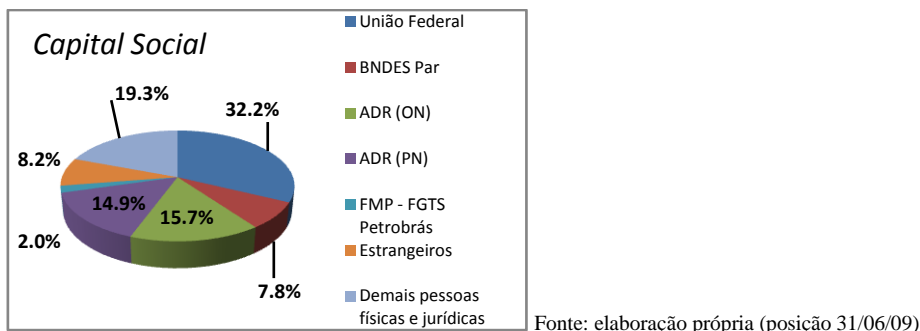
Ainda em 2000, a companhia lançou ADR – 3 (American Depositary Receipt) nos Estados Unidos. ADR – 3 é uma emissão pública de ações nos EUA que impões que as demonstrações financeiras da empresa cujas ações fazem parte do ADR devem estar de acordo com os princípios contábeis adotados nos EUA, o US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles in the United States*). Após o lançamento das ADRs 20% das ações ordinárias da companhia passaram a ser negociadas no mercado americano.

Como foi mencionado, todas essas mudanças na estrutura do capital social tinham como objetivo financiar os investimentos da empresa que buscava maior competitividade frente às empresas multinacionais entrantes no mercado brasileiro. Além disso, o governo, através da diluição de sua participação na estatal, tentou dinamizar o mercado de capitais interno.

Atualmente, a composição do capital social da empresa é a seguinte:

Gráfico 3.1 – Composição do Capital Social da Petrobrás





Contudo, a capitalização via mercado financeiro gerou mudanças na estrutura de governança da empresa. Isso porque a propriedade da mesma deixou de ser apenas do Estado e passou a ser compartilhada com os investidores nacionais e estrangeiros.

Quando uma empresa tem inúmeros acionistas a sua estrutura de governança deve ser mais complexa do que aquela que atende apenas um acionista. Isso porque os executivos devem fornecer as mesmas informações a todos os acionistas e ao no mesmo instante. Só assim a assimetria de informação é minimizada uniformemente para todos os acionistas.

Além disso, quando a pulverização do controle não é total surge a possibilidade de conflito de interesses entre acionistas minoritários e majoritário. No caso da Petrobras ainda tem o agravante do acionista majoritário ser o governo, pois, ele pode querer fazer uso da empresa para políticas nacionais e assim ocasionar perdas para acionistas minoritários.

Então, com a propriedade mais pulverizada foi necessária a instituição de práticas de governança para diminuir a assimetria de informação entre os administradores e os novos acionistas. Além disso, a boa governança é indispensável para solucionar os possíveis conflitos de interesse entre acionistas controladores e os novos minoritários.

3.3 – A Necessidade da Governança Corporativa

Durante a mudança na regulação do setor petroquímico e na estrutura de capital social da Petrobrás foram necessárias adaptações nas práticas de governança da companhia. “A busca do aprimoramento do sistema de governança corporativa na Petrobrás reflete a evolução natural do processo de desregulamentação do setor de petróleo e abertura do capital da Companhia no Brasil.” (PETROBRAS, 2007)

Para aprimorar o sistema de governança é necessário primeiramente definir o que é governança corporativa para a empresa. Assim, é possível identificar os objetivos a serem alcançados com as práticas de governança.

Em documento oficial a empresa define governança corporativa de duas formas:

Governança corporativa se refere às regras, procedimentos, contratos e relacionamento da Companhia com seus acionistas, investidores, trabalhadores, clientes, fornecedores, poder público, comunidades onde atua, sociedade e demais públicos de interesse. (PETROBRAS, 2007 p.4)

Governança Corporativa pode ser descrita como o sistema que garante aos acionistas o controle estratégico da Companhia e o efetivo acompanhamento das ações dos gestores, regulando as relações entre acionistas, Conselho de Administração, Conselho Fiscal e altos executivos, de forma a alinhar os objetivos de todas as partes. (PETROBRAS, 2007, p.4)

A primeira definição é mais abrangente. Práticas de governança baseadas nela serão similares ao modelo de governança nipo-germanico onde as decisões estratégicas da companhia são tomadas por representantes dos acionistas e das demais partes relacionadas. A segunda definição se aproxima mais do modelo anglo-saxão onde o foco das práticas de governança é apenas atender as exigências dos acionistas.

Logo, a partir dessas definições, dois modelos diferentes de governança corporativa poderão ser adotados pela companhia. Para identificar qual deles foi realmente adotado pela companhia é preciso observar como aconteceu a adoção das práticas de governança corporativa na Petrobrás.

A primeira grande reforma do estatuto da empresa se deu em 1999, ou seja, logo após a intensificação do processo de diluição de capital da companhia. Vale apenas lembrar que as ações preferências emitidas em 1998 não foram apenas para residentes, investidores norte-americanos também tiveram acesso a elas. Além disso, no final dos anos 1990 as práticas de governança corporativa já eram consideradas uma variável importante na análise de risco dos investidores estrangeiros.

Assim, as mudanças ocorridas em 1999 na governança da empresa foram primeiramente para assegurar uma maior transparência da companhia e em menor grau para minimizar

a discrepância de poder entre os novos acionistas minoritários e o governo. Dentre elas é possível destacar:

1. A diretoria executiva passou a ser nomeada pelo conselho de administração e este pela assembleia geral dos acionistas. Vale lembrar que antes de 1997 os membros do conselho de administração e a diretoria executiva eram nomeados pelo Presidente da República;
2. Os diretores executivos deixaram de pertencer ao conselho da administração; o presidente do conselho deixou de ser o presidente da companhia e; o número de integrantes deste foi reduzido de 12 para 9;
3. Ficou estabelecido o direito dos acionistas minoritários elegerem um membro do conselho de administração da companhia.

Porém, a transparência alcançada neste momento não foi suficiente para atender as exigentes normas da SEC em 2000 na ocasião do lançamento das ADR – 3. Em 2002, o primeiro grande desafio da companhia foi divulgar as demonstrações financeiras em US GAAP. Essa forma de divulgação requeria maiores detalhes financeiros do que o então BR GAAP.

Além disso, foram necessárias novas mudanças no estatuto social da Petrobrás para atender aos exigentes agentes do mercado financeiro internacional. As reformas estatutárias foram feitas em março e julho de 2002. O objetivo principal dessas mudanças foi minimizar a insegurança dos investidores. As mais relevantes foram:

1. Adoção da Câmara de Arbitragem para solução de conflitos;
2. Direito dos acionistas preferenciais elegerem de um membro do Conselho de Administração;
3. Os acionistas titulares de ações preferenciais passaram a expor oficialmente suas opiniões, sugestões e recomendações em assuntos como incorporação, fusão e aprovação de contratos entre a companhia e a União.
4. Mudança na forma de composição do conselho de administração. Passaram a ser nomeados 5 membros representantes do acionista controlador, 3 representantes

- dos demais acionistas ordinários, via voto múltiplo⁸, e 1 representante dos acionistas preferenciais, sem a elaboração da lista tríplice⁹ pelo governo;
5. Redução do mandato dos conselheiros para um ano, com permissão de reeleição;
 6. Proibição de prestação de serviços de consultoria pelo auditor independente.

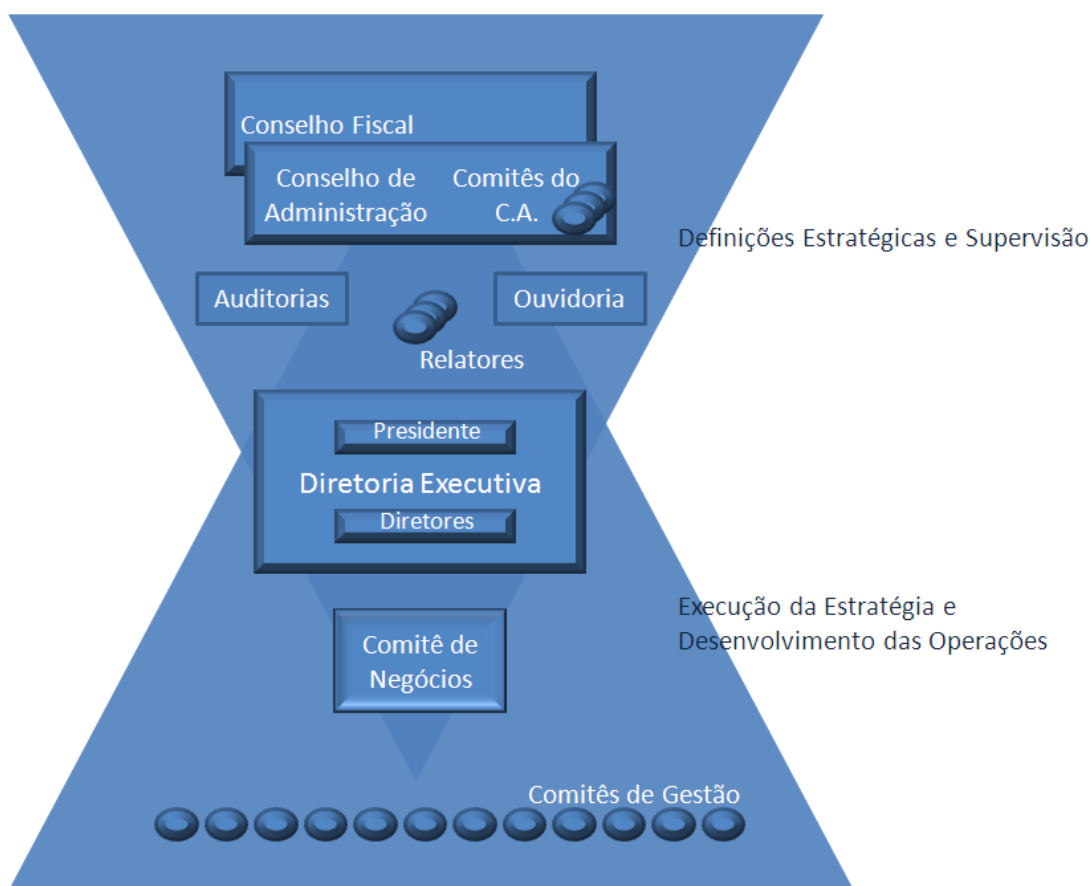
Todas essas mudanças foram estruturadas em uma série de regimentos internos da companhia. Alguns desses eram até então inexistentes na companhia, são eles: Diretrizes de Governança Corporativa, Código de Boas Práticas, Regimentos Internos do Conselho de Administração, Comitês do Conselho de Administração e Comitê de Negócios.

Depois desta série de ajustes a companhia conseguiu se aproximar do modelo ideal de governança corporativa exigida pelo mercado. Abaixo está apresentado o organograma completo da estrutura atual de governança corporativa da empresa.

⁸ Mediante o mecanismo de voto múltiplo os votos dos acionistas presentes na assembléia são multiplicados pelo número de conselheiros a ser eleitos e os acionistas podem, se quiserem, concentrar todos os seus votos em um único conselheiro para elegê-lo.

⁹ Lista onde o governo indicava três candidatos para serem eleitos como conselheiro pelos acionistas preferenciais.

Gráfico 3.2- Estrutura da Governança Corporativa da Petrobrás



Fonte: Petrobrás, 2009

Dentro desta grande estrutura de governança é importante ressaltar algumas instituições pouco frequentes na estrutura de governança das empresas brasileiras como os comitês do conselho de administração e o comitê de negócios.

Na Petrobrás são três os comitês do conselho de administração: Comitê de Auditoria, Comitê de Remuneração e Sucessão e o Comitê de Meio Ambiente. Esses comitês são formados por dois a quatro membros do conselho que se reúnem trimestralmente. Cada comitê tem como finalidade auxiliar o conselho por meio de análises e recomendações de matérias específicas que necessitem de mais tempo do que é disponível nas reuniões.

Além disso, a companhia possui o comitê de negócio responsável pelo alinhamento entre o desenvolvimento dos negócios, a gestão da Companhia e as diretrizes do Plano Estratégico da Petrobras. Ou seja, ele atua como mecanismo de suporte ao processo decisório da alta administração.

Mesmo com essa estrutura complexa de governança a empresa ainda não conseguiu aderir ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa. Isso se deve à vinculação da companhia a Lei do Petróleo (Lei 9.478/97). Alguns pré-requisitos da Bovespa sobre a alienação de controle, a companhia não pode cumprir por estar subordinada a tal lei. Um dos exemplos claros é a obrigatoriedade da assinatura do Termo de Anuência dos Controladores, termo pelo qual futuros acionistas controladores se responsabilizam por agir em conformidade com as normas do Nível 1 da Bovespa.

A adesão da companhia ao Nível 2 da Bovespa será ainda mais difícil. A prática de respeitar a opinião dos preferencialistas ao conceder direito de voto restrito nas assembleias gerais que venham a decidir sobre determinados assuntos (fusão, cisão ou incorporação; reavaliação de ativos e escolha da avaliadora; e contratos entre partes interessadas) não pode ser cumprida pela Petrobras, por desrespeitar a Lei de Petróleo, que determina o controle total pela União.

Mesmo não podendo aderir à classificação da Bovespa a empresa continua a desenvolver suas práticas de governança. Isso porque a empresa tem como premissa que a adoção de boas práticas de governança corporativa reflete na valorização das ações e de outros títulos emitidos pela companhia (PETROBRAS, 2009)

Segundo Petrobrás (2009) as suas práticas de governança corporativa têm três objetivos básico:

1. Mostrar ao mercado que o Conselho de Administração possui postura ativa e independente, em favor de todos os acionistas;
2. Fazer com que as decisões tomadas na Companhia reflitam os interesses dos acionistas e não somente os do acionista controlador;
3. Tornar a Companhia mais atraente aos investidores, de forma a aumentar a demanda pelos seus títulos, diminuindo seu custo de captação de recursos e aumentando sua competitividade ao nível internacional.

Esses objetivos declarados pela empresa demonstram claramente que dentre os conceitos de governança corporativa apresentados pela empresa, aquele que foca as práticas de governança em atender às exigências dos acionistas é o mais realmente utilizado pela empresa.

Assim, podemos perceber que as práticas de governança corporativa na Petrobrás só foram desenvolvidas para atender aos agentes do mercado financeiro. Elas não sofreram modificações por processo de pressão social.

Com isso, é possível concluir que a Petrobrás tem um modelo de governança corporativa que se aproxima mais do modelo anglo-saxão. Isso corrobora com a hipótese de que o Brasil adota, de modo geral, um modelo de governança focado no mercado financeiro.

CONCLUSÃO

Nesse trabalho foi realizado um estudo sobre o desenvolvimento das práticas de governança corporativa nos países desenvolvidos e no Brasil. Tais práticas nos países desenvolvidos foram observadas com base no estudo dos modelos anglo-saxão e nipo-germânico de governança corporativa. Já a governança corporativa no Brasil foi observada à luz do modelo neoliberal da década de 1990.

Primeiramente, foram apresentados alguns problemas nas relações entre as partes integrantes do mercado financeiro entre eles o problema da relação agente principal e as ações oportunistas. O primeiro é decorrente da assimetria de informação entre as corporações e as partes relacionadas a elas, o segundo, da separação entre propriedade e gestão na ocasião de abertura de capital das empresas.

Através dos conceitos apresentados de governança corporativa foi possível perceber que as práticas das corporações tiveram que ser modificadas a fim de minimizar tais problemas.

Além disso, na análise dos dois modelos clássicos de governança foi observado que as adaptações das práticas de governança das empresas foram no sentido de atender apenas às exigências dos agentes do mercado de capitais. Outras partes relacionadas, como os funcionários, foram durante os anos sendo marginalizadas no que diz respeito às decisões das empresas.

O estudo das práticas de governança no Brasil pôde ser feito à luz da busca do desenvolvimento do mercado de capitais no país. Ao analisarmos os efeitos das privatizações e da liberalização financeira na década de 1990 no Brasil, vemos que o pensamento liberal dominante exerceu forte influência direta ou indiretamente na governança corporativa das empresas.

Dentre as influências indiretas, a mais relevante foi a mudança no perfil da propriedade das empresas, aumentando a participação do capital estrangeiro. Isso fez com que as práticas de governança antes adotadas pelas empresas nacionais sofressem relevantes modificações para atender ao investidor estrangeiro.

Entre as influências diretas, observa-se um esforço dos agentes econômicos para desenvolver as práticas de governança no país, seja via imposição legal, seja via incentivos. O governo teve um papel relevante nesse processo, uma vez que impôs mudanças na estrutura de governança através da Lei das S.A.. Além disso, via CVM também impôs mudanças relevantes às empresas de capital aberto.

A hipótese de que as práticas de governança corporativa foram desenvolvidas de forma geral para atender as exigências do mercado financeiro pôde ser corroborada no estudo do caso Petrobras. A empresa sofreu mudanças significativas na governança, na medida em que teve a sua estrutura de capital mais diluída no mercado de capitais.

Logo, foi possível verificar que tanto nos países desenvolvidos quanto no Brasil e mais especificamente na Petrobrás, as práticas de governança corporativa se desenvolveram principalmente para solucionar os problemas inerentes ao mercado financeiro.

Bibliografia

AZEVEDO, Paulo F; ROCHA, Maria. **Governança Ineficientes: Uma Análise das Transações da Indústria Petroquímica Brasileira.** 2005. <http://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A102.pdf> (acesso em 15 de Julho de 2009).

BARBOSA, M. “**Governança Corporativa e Desempenho no Brasil.**” Monografia apresentada na Faculdade de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2006.

BAYARDINO, Renata A. “**A Petrobras e o Desafio da Sustentabilidade Ambiental.**” Monografia de Bacharelato do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, Novembro de 2004.

BORGES, L.F.X.; SERRÃO, C.F.B. “Aspectos da Governança Corporativa Moderna no Brasil.” **Revista do BNDES**, DEZ de 2005, 24 ed.: 111-148.

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo. **Novo Mercado.** 2001. <http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/NovoMercado.asp> (acesso em 04 de Junho de 2009).

CARCANHOLO, Marcelo; PINTO, Eduardo; FILGUEIRAS, Luiz; GONÇALVES, Reinaldo. **Crise Financeira Internacional: Natureza e Impacto.** Rio de Janeiro: Editora Expressão Popular, 2008.

CINTRA, Marcos A M. “O corporate finance das empresas norte-americanas no período recente.” **Ensaio FEE**, 1999: 35-91.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. “**Dados e Publicações CVM.**” Site da CVM. Julho de 2002. <http://www.cvm.gov.br/port/protinvt/prodin.asp> (acesso em 12 de Julho de 2009).

EXAME. “1000 maiores empresas brasileira.” **Revista Exame**, 2008: 20.

FIANI, Ronaldo. **Teoria dos Jogos: com aplicações em economia, administração e ciências sociais.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GRÜN, R. “A Evolução Recente do Espaço Financeiro no Brasil e Alguns reflexos na Cena Política.” **Revista de Ciências Sociais**, 2004: 5-47.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa.** 2005. <http://www.ibgc.org.br> (acesso em 4 de Fevereiro de 2009).

JENSEN, M; Meckling W. “The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Capital Structure.” **Journal of Financial Economics** 3, 1976: 305-360.

LA PORTA, P; SILANEZ F.L.; SHLEIFER, A.; Vishny R. W.. **Investor Protection and Corporate Governance** <http://www.sicencedirect.com>. 2000. (acesso em 4 de 02 de 2009).

LETHBRIDGE, Eric. “Governança Corporativa.” **Revista BNDES**, 1997: 1-14.

MALAFAIA, Elisa M. “**Avanço das Práticas de Responsabilidade Social Corporativa no Setor de Petróleo: O caso Petrobrás.**” Dissertação de Pós-graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, Janeiro de 2006.

MATEDI, Leonardo G. “**Como a Governança Corporativa Pode Ajudar no Fortalecimento do Mercado de Capitais Brasileiro.**” Dissertação de Mestrado de Administração, IBMEC. Rio de Janeiro, 2006.

MUTO, Silvio; AZEVEDO, Simone. “As primeiras Batalhas.” **Revista Capital Aberto**, 07 de Agosto de 2008: 10-16.

Nishi, Lisandro F. “**Adesão aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa: Um Estudo de Evento.**” Dissertação na Faculdade de economia da Univesidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, Dezembro de 2003.

OCDE - Organization for Economics Cooperation and Development. “**OCDE Principle of Governance.**” Paris, 1999.

OLIVEIRA, C. “Avaliação das Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil.” **Caderno de Discentes Coppead**, 2000.

PETROBRAS - Petroleo Brasileiro S.A. “**A Petrobrás e a Governança Corporativa.**” Rio de Janeiro, 2007.

———. **Balanco Social e Ambiental**. Rio de Janeiro: Tapioca Comunicação, 2008.

———. **Relação Com Investidores**. 2009.
<http://www2.petrobras.com.br/portal/RelacoesInvestidor.htm> (acesso em 04 de Junho de 2009).

RIBEIRO, A. “**A Importancia da Governança Corporativa na Gestão das Empresas: O Caso do Grupo Orsa.**” Monografia apresentada ao Departamento de Administração da Universidade de São Paulo, 2002.

RUBACH, M. J.; SEBORA T.C.. “Comparative Corporate Governance.” **Journal of Wolrd Business**, 1986: 167-184.

SANTOS, J. F. “**Governança Corporativa nas Empresas Familiares de Capital Aberto Listadas e Não-listadas em Bolsa.**” Tese de Doutorado apresentada ao Instituto Coppead de Administração. Rio de Janeiro, 2005.

SIFFERT, N. “Governança Corporativa: Padroes Internacionais e Evidencias Empíricas no Brasil.” **Revista do BNDES**, 1998: v.9.

STEARNS, L. B. “Capital Market Effects on External Control of Corporation.” **Theory and Society**, 1986: 47-75.

VIEIRA, Edson R.; CORRÊA, Vanessa P. “Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre movimentos recentes.” **Forum Banco do Nordeste de Desenvolvimento**. 2002. 1-25.

VIEIRA, Solange P; MENDES, Andre G. S. T. “Governança Corporativa: Uma Análise de sua evolução e Impacto no Mercado de Capitais brasileiro.” **Revista do BNDES**, dezembro de 2004: 103-122.

WARMAN, C. “**Quatro Ensaio em Governança Corporativa.**” Monografia de Bacharelato do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2004.