

Política duplo-ganhadora no mercado de capitais brasileiro: uma contribuição ao estudo da estratégia de governança corporativa via novo mercado e conselho de administração independente

Elói Martins Senhoras¹

Introdução

Nos anos 1980 e 90, a expansão da lógica financeira de acumulação iniciou a montagem de um novo esquema de fluxos financeiros que sintetiza quatro grandes tendências internacionais que acabaram levando a importantes modificações no funcionamento dos mercados de capitais, auxiliando o seu crescimento. Quais são:

a) A desregulamentação e a liberalização financeira e monetária, que promoveram a interligação dos diferentes mercados nacionais, conformando um grande mercado global;

b) O processo de securitização e expansão dos derivativos financeiros, que ampliaram as fontes diretas de financiamento – sem intermediação bancária – às empresas;

c) O surgimento de novos instrumentos de transferência de risco no financiamento direto; e finalmente,

d) O surgimento de novos investidores institucionais, assumindo aplicações com maiores prazos de maturação e riscos e, ainda, com um papel mais relevante no financiamento de longo prazo.

Não obstante, com a crise no mercado de capitais norte-americano, trazida por uma bolha especulativa e pela ineficiente *accountability*, uma quinta tendência tem progressivamente se encaminhado no circuito financeiro internacional, e tido como mecanismo de harmonização e reestruturação bursátil: a governança corporativa.

(1) Graduando de Ciências Econômicas pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – Unicamp.

Ademais, com as transformações ocorridas na economia brasileira ao longo da década de 1990, fundamentalmente a abertura comercial, a liberalização dos mercados financeiros e de capitais, o retorno de fluxos de capital estrangeiro para o país, assim como o processo de privatização de grandes companhias estatais, foram criadas pressões para que se fosse repensada a *estrutura de governança* das empresas brasileiras. Assim, as recentes pressões vêm no sentido de constituir um conjunto de mecanismos através dos quais se possa exercer e monitorar o controle das corporações nacionais, haja vista que a cultura brasileira está embebida em suas raízes pela cultura portuguesa, que tinha como sistema econômico o territorialismo, onde os bens de raiz, as estruturas familiares, têm um peso muito grande na formulação dos empreendimentos econômicos. Isso tem tornado difícil o processo de transformação para um modelo mais rico e adequado, fiel à democratização do capital e à pulverização acionária.

Dessa forma, para entender o desenvolvimento do Brasil, e um dos motivos de seu atraso em relação aos países avançados, é necessária a compreensão das formas de financiamento disponíveis às empresas, assim como as condições destas, em termos de acesso, custo e liquidez. O mercado financeiro brasileiro apresenta um nível elevado de falhas como seleção adversa, *moral hazard* e custos de agência. A estrutura institucional não é eficiente para lidar com estas imperfeições.

Além disto, a estrutura de capital é determinada por fatores como estrutura tributária, custos de transação e arranjos institucionais que agravam as falhas de mercado. De um modo geral, o mercado financeiro brasileiro é muito pouco desenvolvido, de maneira que as empresas líderes nacionais são altamente dependentes de autofinanciamento.

Portanto, a governança corporativa será analisada ao longo deste artigo através da discussão de uma linha básica de argumentação, tentando mostrar como o Brasil tem hoje sérias limitações ao seu crescimento, trazidas por taxas de poupança e investimento muito baixas, onde o desenvolvimento de um mercado de capitais mais eficiente se faz um passo necessário para o aumento de *funding* e para canalizar recursos para um pretensioso crescimento nacional.

Este *paper* tem como objetivo analisar a importância do Novo Mercado e da introdução de conselhos de administração independentes como política duplo-

ganhadora (*win-win*) que arquiteta a governança corporativa como elemento essencialmente potencializador de externalidades positivas no mercado de capitais nacional.

A governança corporativa é discutida em relação à gestão de uma organização, visando aumentar a probabilidade dos acionistas garantirem para si o retorno sobre sua aplicação através de um conjunto de mecanismos no qual se inclui, por exemplo, o conselho de administração.

A solução para o conflito de agência e o aprimoramento dos mecanismos de gestão através de um conselho de administração independente estão no cerne da discussão sobre o tema, haja vista que variáveis qualitativas trazidas por esse desenho da governança corporativa influenciam as expectativas de quem investe em ações e as variáveis quantitativas afetam o desempenho financeiro da empresa e do acionista.

Com essa discussão são fornecidos os subsídios para a garantia de pluralidade e o aprofundamento do debate sobre os desafios e oportunidades do mercado de capitais brasileiro, que neste século nascente, e através do Novo Mercado, tem importância estratégica e fundamental para o bem-estar da população e para o crescimento econômico do país.

1 A importância da governança corporativa através do novo mercado

A expressão Governança Corporativa foi utilizada pela primeira vez nos Estados Unidos há pouco mais de quinze anos, em inglês, *corporate governance*. A expressão *corporate* surgiu com o advento do capitalismo anglo-saxão e a expressão *governance* remonta a Shakespeare que a utilizava para se referir ao poder, quase divino, que os papas da religião católica tinham para legislar em nome de Deus. O significado da combinação dessas duas palavras, como salienta Ventura (2000), pode ser entendido como a atribuição aos acionistas, do poder supremo em relação à gestão de sua empresa, embora respeitando os direitos dos demais participantes do processo de Governança Corporativa.

A governança corporativa se insere neste conceito mais amplo como um meio pelo qual se exercita o controle e o monitoramento nas corporações. Esse

último aspecto diz respeito aos mecanismos que os investidores não controladores possuem, de modo a limitar sua exposição ao comportamento oportunista dos controladores majoritários.

Como um sistema de governança corporativa ideal deve, ao mesmo tempo, minimizar os custos de agência e os custos de transação relativos à governança contratual dessa empresa, surge então o nosso foco de debate através da discussão sobre o Novo Governo e a introdução de um conselho de administração independente nas empresas.

A justificativa para a utilização do sistema de governança corporativa no Brasil vem atrelada à necessidade de fortificar os direitos dos acionistas minoritários no sentido de viabilizar o mercado de capitais como fonte de captação para as empresas e como alavanca para a pulverização acionária.

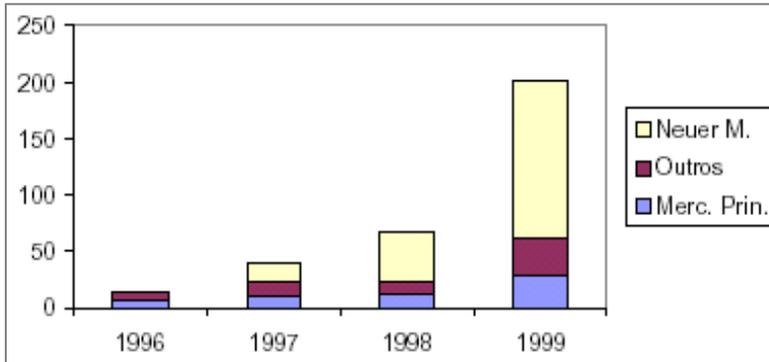
1.1 Mudanças recentes

A experiência internacional do *Neuer Markt* alemão além de apresentar baixos níveis de exigência de capital e tamanho, tradicionais para a listagem em bolsa, tem como pré-requisitos essenciais um maior grau de transparência e maior proteção aos acionistas minoritários, os quais se inserem nas práticas acima abordadas de boa governança corporativa. Destaca-se ainda, pelas rígidas normas de comportamento, entre as quais: o lema “uma ação, um voto”, um período de *lock-up* para os acionistas originais, publicação de demonstrativos trimestrais, submissão de disputas a arbitragem externa e, finalmente, a obrigatoriedade da presença de diretores externos no conselho administrativo. Fora isso, vem demonstrando uma forte determinação em manter sua reputação, não hesitando em expulsar firmas acusadas de violar as regras de conduta.

Similarmente ao caso brasileiro, uma das falhas mais apontadas para o fraco desempenho do mercado acionário alemão era exatamente o baixo nível de proteção aos minoritários. Fundadas nessa premissa, as maiores exigências de listagem aumentaram e muito a atratividade da nova bolsa em Frankfurt, contrariando o argumento de que estas poderiam levar a uma diminuição do nível de atividade. A evidência empírica mostra que o número de *initial public offering*

(IPO) vêm apresentando uma tendência ascendente considerável, conforme aponta o Gráfico 1.

Gráfico 1
Evolução do número de IPOs de 1996 à 1999



Fonte: Scheinkman (2000).

Conforme demonstrado no recente *case* alemão de sucesso do *Neuer Markt*, a governança corporativa é um elemento fundamental para a reestruturação do mercado de capitais, de forma a injetar liquidez no sistema, segundo regras mais transparentes e eficientes.

Da mesma forma, com as reestruturações que vem ocorrendo no mercado de capitais brasileiro tudo demonstra que, com o Novo Mercado e a nova Lei das S.A. garantindo maiores direitos aos acionistas minoritários, eficiência e equidade, o Brasil aponta para um momento imperativo para o desenvolvimento de seu mercado de capitais, embasado com princípios fundamentais da Governança e revertendo-se como elemento propulsor de financiamento para o desenvolvimento nacional.

Dada a importância da adoção de práticas de governança corporativa no estímulo à maior participação de empresas e investidores no mercado acionário brasileiro, a Bovespa implantou em dezembro de 2000 dois segmentos que adotam tais práticas: o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados.

A distinção entre estes dois segmentos é que o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados são mais direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na Bovespa. Apesar da diferença, os dois segmentos se baseiam no mesmo princípio: o de promover as informações das empresas de capital aberto, para aumentar a transparência, facilitando a análise dos investidores, independente de estes serem acionistas controladores ou minoritários.

As práticas de governança corporativa são vistas como importantes para a Bovespa, pois garantem proteção a todos os investidores. Em condições de fazerem uma análise mais correta, os investidores terão reduzido seu risco de investir, o que por sua vez, terá um impacto positivo sobre o valor das ações – que tenderão a se valorizar –, incentivando novas empresas a participarem do mercado de capitais e as já atuantes a aumentarem suas emissões. Ou seja, o aumento da transparência e a melhora do tratamento aos investidores levam a um fortalecimento geral do mercado acionário.

1.2 O valor da governança corporativa

No que diz respeito à relação institucional entre investidores e controladores, estudos empíricos apontam uma correlação positiva na disposição dos investidores em pagar um prêmio sobre o valor da ação em empresas que adotam uma política de “boa” governança corporativa.

Scheinkman (1999), cita basicamente os mecanismos de controle de conduta da firma e de transparência do seu desempenho. Transparência implica uma diminuição da incerteza sobre a qualidade do ativo, o que *per si*, melhora a eficiência do mercado de capitais. O controle da conduta da firma para proteção dos minoritários contra a possível expropriação por parte dos controladores requer mecanismos sólidos de monitoramento, construção de incentivos, e formas de exercer seu poder. Nesse último caso é fundamental que os minoritários tenham o poder de, quando não impuserem a estratégia da empresa, vetar aquelas que lhes são mais prejudiciais.

Essa mesma pesquisa também aponta uma diferença no valor do prêmio pago pela boa governança corporativa entre diferentes regiões do mundo e suas correspondentes institucionalidades.

Tabela 1
Prêmio pago pela boa governança corporativa no mundo

| País | Brasil ⁽¹⁾ | Japão | Coréia | Tailândia | Chile | Inglaterra | EUA |
|----------|-----------------------|-------|--------|-----------|-------|------------|------|
| Prêmio % | 22,9/24,2 | 20,2 | 24,9 | 25,7 | 20,9 | 17,9 | 18,3 |

(1) Este Prêmio é diferente para investidores nacionais e estrangeiros.

Fonte: Canuto (2000).

Na realidade, segundo Canuto (2000), o controlador da firma deve comparar por um lado, o valor (em termos de utilidade) proporcionado o controle “não-contestável” da estratégia da firma, e por outro o prêmio a ser pago pelo emprego de uma governança corporativa.

No plano sistêmico, sua adoção (ou não), permite uma maior (ou menor) eficiência dos mercados. Diminui, desta forma, a incerteza paramétrica sobre a qualidade dos ativos (ações) que irão ser transacionados. A literatura econômica neoclássica ressalta que as assimetrias de informação acabam levando a problemas de seleção adversa e risco moral que, no extremo, eliminam o mercado no qual esse bem é transacionado. Logo, o emprego de governança corporativa é uma medida na qual ambos ganham: acionista e proprietário. De forma geral, as medidas de melhoria do mercado de capitais brasileiro, que resultariam em uma maior transparência, aumento de liquidez e facilidade de acesso, envolvem a incorporação das práticas de governança corporativa. Estas visam aumentar a segurança dos investidores, através de regras bem definidas, com a ampliação de seus direitos. A consequência seria um aumento de liquidez e um incentivo para a participação de novas empresas, em decorrência da diminuição dos custos de captação de financiamento.

Em pesquisa realizada por La Porta apud Bovespa (2000a, p. 41) conclui-se que os países que adotam a governança corporativa, no sentido de proporcionarem maior proteção aos acionistas minoritários, apresentam: a) mercados acionários relativamente maiores; b) menor grau de concentração da

propriedade das empresas abertas; c) maior número de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população); d) maior número de IPOs (normalizado pelo tamanho da população); adicionalmente, e) as empresas captam mais recursos através do mercado acionário; e f) a avaliação de mercado das empresas, medido através da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior.

Tabela 2
Direito dos acionistas e grau de endividamento do mercado

| Direitos | Capitalização/ PIB ⁽¹⁾ | Empresas/ milhão de habitantes ⁽¹⁾ | IPOs/ milhão de habitantes ⁽¹⁾ |
|----------------------------------|--------------------------------------|--|--|
| Direitos dos Minoritários | | | |
| 25% menores | 0,19 | 12,05 | 0,14 |
| 50% intermediários | 0,39 | 20,03 | 0,97 |
| 25% maiores | 0,58 | 35,68 | 2,05 |
| Uma ação, um voto | | | |
| Não | 0,32 | 20,1 | 0,87 |
| Sim | 0,65 | 26,76 | 1,48 |
| Enforcement | | | |
| 25% menores | 0,28 | 8,51 | 0,28 |
| 50% intermediários | 0,47 | 22,36 | 0,89 |
| 25% maiores | 0,36 | 33,08 | 1,85 |

(1) Média de 49 países.

Fonte: Porta (1997).

Ou seja, a governança corporativa de baixa qualidade é indicada também, antes da aprovação da Nova Lei das S.A. e do surgimento do Novo Mercado, como sendo uma das causas microeconômicas para o subdesenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Assim, pode-se concluir que quanto maiores forem as garantias dadas aos investidores, ou seja, maior governança corporativa, mais desenvolvido será o mercado de capitais do país, sendo mais fácil e mais barato a captação de recursos no mercado.

Todos esses estudos empíricos contribuem para atestar a importância e o valor das boas práticas de governança corporativa no cotidiano das empresas.

Contudo, as leis do país e seu efetivo cumprimento também têm grande importância na proteção dos direitos dos investidores e desenvolvimento do mercado de capitais do país.

Por estas razões, o mercado de capitais seria mais desenvolvido se fossem adotadas práticas de governança corporativa que incorporem medidas de proteção aos acionistas minoritários. Neste sentido, deve-se ampliar seus direitos e dar condições legais para que eles próprios pudessem cobrar o seu cumprimento. Para tanto, faz-se necessário a formação de um conselho de administração que seria responsável por definir estratégias de negócios da empresa, cujos integrantes fossem escolhidos com participação dos acionistas minoritários. Também deveria ser nomeado pelos minoritários um conselho fiscal, que avaliaria a gestão fiscal da empresa. Ou seja, criar mecanismos que visassem uma maior participação dos acionistas minoritários nas decisões da empresa.

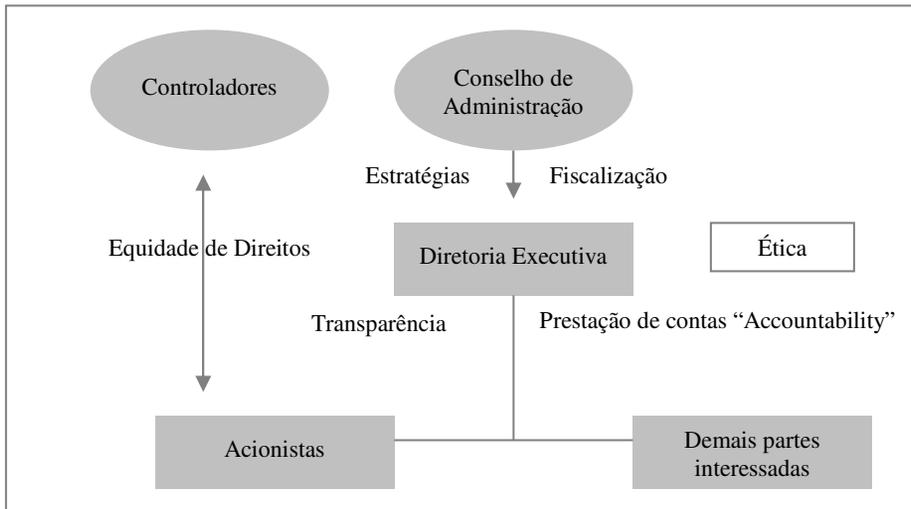
2 Conselho de administração independente: uma nova pauta para o novo mercado

Em maio de 1999 foram lançados os *Princípios de Governança Corporativa da OCDE*, que constituem a principal resposta dos governos ao reconhecimento da governança corporativa como sendo a importante coluna de sustentação da arquitetura da economia global do Século XXI. Trata-se de uma declaração dos padrões mínimos aceitáveis para empresas e investidores em todo o mundo que reconhece uma notável convergência para o terreno das práticas de governança corporativa.

Ainda no ano de 1999, com o objetivo de divulgar as boas práticas de governança no Brasil, houve a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que em 2000 publicou o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, ampliando assim, os princípios do relatório da OCDE.

O código brasileiro versa sobre os temas mais modernos, representando um grande passo no aprimoramento das relações corporativas no país. A Figura 1 demonstra como está estruturada a dinâmica de funcionamento da governança corporativa baseada nos princípios do código brasileiro.

Figura 1
Estrutura de governança corporativa brasileira



Fonte: Ribeiro Neto (2002).

Conforme se observa na Figura 1, o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos para alinhamento de interesses entre acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma determinada companhia.

Atualmente, os participantes do mercado recomendam às empresas a adoção de algumas práticas para o aprimoramento da governança corporativa. Entre essas práticas de governança, recomendadas por meio de documentos intitulados "Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa", está a necessidade de uma participação ativa e independente do Conselho de Administração, que pode ser alcançada por meio de uma estrutura de governança com: a) uma maior participação possível de membros independentes no conselho; b) pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho; e finalmente, c) um conselho com número adequado de membros.

A prática desses princípios globais de governança corporativa pode auxiliar os Conselhos de Administração a ir ao encontro de expectativas do mundo real

para que operem com eficiência e, principalmente, concorram de forma eficaz, ao acesso ao escasso capital disponível para investimento.

A ação de um conselho de administração deve ser embasada em quatro pontos básicos, como sintetiza Lodi (2000): a) *Fairness*, traduzida por senso de justiça e de equidade para com os acionistas minoritários contra transgressões de majoritários e gestores; b) *Disclosure*, usualmente chamada de transparência, com dados acurados, registros contábeis fora de dúvida e relatórios entregues nos prazos combinados; c) *Accountability*, ou responsabilidade pela prestação de contas por parte dos que tomam as decisões de negócios; e finalmente, d) *Compliance*, ou obediência e cumprimento das leis do país.

Os conselhos devem incluir, nesse contexto, um número suficiente de conselheiros independentes, com qualificações adequadas. As responsabilidades dos membros devem incluir, entre outras, o monitoramento e a contribuição efetiva para a estratégia e desempenho da administração e participação em comitês-chaves² capazes de influenciar o conselho como um todo.

Os membros do conselho de administração são eleitos pelos acionistas das empresas, porém, em princípio, nada garante que os conselheiros de fato protegerão os interesses dos investidores minoritários, principalmente caso sejam todos indicados pelos controladores – isto ocorre quando as ações dos minoritários não carregam direito de voto ou quando não há representação proporcional. Assim sendo, a eficácia do conselho de administração como mecanismo de governança depende da independência dos conselheiros em relação aos diretores.

A empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adota como linhas mestras transparência, prestação de contas – *accountability* – e equidade. Para que essa tríade esteja presente em suas diretrizes de governo, é necessário que o Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital – acionistas ou cotistas –, exerça seu papel na organização, que consiste

(2) A criação *ad hoc* de Comitês por delegação do Conselho visa a aliviar a pauta das reuniões do Conselho, delegando aos Comitês as análises de assuntos específicos para os quais eles se mostram mais vocacionados ou interessados em função de sua experiência. Os assuntos nesses comitês são discutidos com maior detalhamento e trazidos de volta ao Conselho de Administração, seja para ratificação ou para uma simples informação.

especialmente em estabelecer estratégias para a empresa, eleger a diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente. Assim, segundo Luciano Ventura, os conselheiros independentes são a grande arma da modernidade na prevenção dos conflitos de interesse. Eles podem fiscalizar conflitos entre controladores e minoritários, executivos e acionistas, fornecedores e clientes (Ventura apud Azevedo, 2002).

A estrutura do conselho de administração deve tornar-se mais formal e sua composição deve agregar maior número de conselheiros independentes, pois assim é que se abre a possibilidade de ocorrer uma maior divisão dos papéis de conselho e executivo, e que os processos sejam caracterizados por maior formalidade e definição. Assim, o conselheiro profissional alcançará maturidade para focar seu envolvimento na estratégia da empresa e tomar decisões eficientes, a partir de informações bastante analisadas. A empresa terá como consequência um melhor desempenho devido a melhores estratégias e, potencialmente, menor custo de capital, além de maior atratividade para investidores.

Portanto, a implementação dessas boas práticas de governança corporativa possibilita uma gestão mais profissionalizada e transparente, diminuindo deste modo a assimetria informacional, minorando o problema de agência, procurando convergir os interesses de todas as partes relacionadas, buscando maximizar a criação de valor na empresa.

Esse sistema de governança corporativa possibilita promover uma estrutura eficiente de incentivos para a administração da empresa, visando principalmente a maximização de valor, uma vez que estabelece responsabilidades e outros tipos de salva-guardas para evitar que os gestores (*insiders*) promovam qualquer tipo de expropriação de valor em detrimento aos acionistas e demais partes interessadas.

Ademais, os conselhos de administração independente não se referem simplesmente a um novo *frisson* dos manuais de boas práticas de governança corporativa, mas de uma realidade concreta, pois se o conselheiro independente for bem sucedido no estabelecimento de uma sinergia na alocação dos recursos e na administração dos conflitos, ele certamente aumentará as perspectivas de prosperidade econômica, emprego, melhores salários e criação de maior riqueza para o acionista e valorização do ativo. Logo, trata-se de um quesito de

competitividade requerido cada vez mais pelo receoso e desconfiado mercado financeiro.

2.1 Oportunidades de valorização acionária a partir de um conselho de administração independente

Empresas com um sistema de governança embasado em um conselho de administração independente que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído por todos.

Em um estudo recente elaborado no ano de 2000 pela consultoria McKinsey e pelo Banco Mundial mostra-se a importância que o investidor estrangeiro dá para práticas de governança corporativa, que são tidas como consistentes. Segundo Ribeiro Neto (2002, p. 32), o estudo relata que “em um universo de 90 investidores institucionais entrevistados, 80% consideram relevantes as questões referentes à governança, estando dispostos a pagar um prêmio de cerca de 23% pelas ações das empresas que possuem boas práticas de governança”.

Outra pesquisa recente da consultoria McKinsey (2002), levantou as principais preocupações dos investidores em suas decisões de investimento, após os escândalos financeiros. A maioria, 71%, considerou a transparência na contabilidade como fator primordial no momento de investir em uma empresa. Outros aspectos mencionados foram: igualdade entre os acionistas, regulação do mercado, proteção dos investidores e liquidez das ações. No que se refere às reformas na gestão das companhias, a pesquisa identificou como principais anseios dos investidores: maior transparência, conselhos de administração independentes, melhora nos padrões de contabilidade, mais igualdade entre os acionistas e o efetivo cumprimento das leis via *enforcement*.

Comprovadamente, após a recente crise das bolsas norte-americanas, as empresas que vêm obtendo os melhores resultados de valorização acionária são aquelas que tiveram sempre a preocupação voltada para o atendimento de seus acionistas via estes incentivos da governança corporativa.

Assim, o mercado de capitais, os investidores individuais e institucionais e as empresas brasileiras têm que estar conscientes das oportunidades trazidas pelo Novo Mercado, que pode agregar mais valor às ações na medida em que haja uma política consistente de governança corporativa da empresas, que garanta a atuação de *conselheiros de administração independentes* e os interesses dos *acionistas minoritários*, os quais são peças fundamentais, respectivamente para: a) aumentar a capacidade endógena de *enforcement* no sistema e com isso reduzir os custos de regulação da interação agente-principal por parte da CVM; e b) aumentar a liquidez do mercado bursátil.

As empresas com uma estrutura de governança adequada às práticas recomendadas por um conselho de administração indireta devem ter uma melhor gestão e, conseqüentemente, apresentam uma correlação positiva com o desempenho financeiro do que empresas com uma estrutura de governança menos adequada, uma vez que a governança afeta a qualidade da gestão da companhia e, engendra, por conseguinte, um círculo virtuoso que é iniciado com a maximização no processo de valorização das ações e tem uma reprodução ampliada, através de externalidades positivas no mercado de capitais nacional trazidas pelo aumento da credibilidade e confiança dos *stakeholders*.

Dessa forma, a introdução de um conselho de administração independente provoca uma externalidade positiva sobre a formação dos mercados, à medida que gera confiança nas “regra do jogo” e transmite maior segurança nas relações entre consumidores e ofertantes de serviços financeiros dos mercados de capital quanto ao fiel cumprimento dos contratos pactuados.

Conduzidas efetivamente, as *Relações com os Investidores* (RIs) podem ter efeito positivo no valor das empresas à medida que elas visam reduzir a assimetria informacional entre a administração da empresa e os acionistas, permitindo que seja minimizada a apreensão do investidor em negociar as ações, tendo impacto em sua liquidez e no nível de risco associado com as expectativas dos agentes do mercado.

Assim, em um arcabouço institucional mais elaborado, o conselho de administração independente deve ser visto dentro de um processo de criação de incentivos compatíveis com as obrigações pactuadas nos contratos entre agentes,

que se legitima através de um comportamento consistente com uma racionalidade econômico-financeira da empresa e com a proteção aos direitos dos acionistas.

Dessa forma, o conselho de administração independente deve ter como objetivo assegurar que a condução da empresa seja o desenho das regras e dos procedimentos de conduta e ser suficientemente abrangente para enquadrar o comportamento empresarial em padrões de confiança e segurança.

2.2 Desafios e soluções para a independência do conselho de administração

Apesar da governança de uma empresa ser muito mais do que estudar a composição de um conselho de administração de uma empresa, em nosso país esse parece ter sido o *núcleo duro* das principais discussões dos mecanismos de aprimoramento das práticas de governança corporativa.

Como no Brasil a figura do acionista controlador é bastante evidente, o que se deseja é que uma parcela substancial dos membros de Administração seja independente do acionista controlador, dessa forma possibilitando um campo de manobra para um controle compartilhado. Portanto, os princípios da boa governança corporativa, no que se refere ao Conselho de Administração, devem contemplar os membros independentes, desvinculados dos diretores ou dos acionistas majoritários respondendo, portanto, às especificidades do controle de propriedade brasileiro.

Não obstante, dois obstáculos se apresentam à independência dos conselhos de administração. O primeiro deles diz respeito ao seu comprometimento ideológico. O segundo, aos vínculos econômicos.

O primeiro desafio à independência do conselho de administração trata-se dos vínculos ideológicos. Segundo Azevedo (2002), no Brasil esse parece ser o maior obstáculo, já que aqui os conselheiros são vistos como representantes dos interesses do grupo que os elegeram, pois a base acionária é muito pouco pulverizada. Ademais, a explicitação ideológica também acontece quando os membros de um conselho de administração são pressionados por acionistas majoritários em favor de interesses próprios, ou seja, em uma situação de conflito de interesses.

O outro desafio à independência do conselho de administração refere-se aos vínculos econômicos que criam um dilema de remuneração. Ao mesmo tempo, que o conselheiro profissional dedica parte de seu tempo à empresa, ele precisa de uma remuneração que não o desestimule. Três soluções primárias são possíveis de sugestão, pois enfatizam que a remuneração dos membros do Conselho de Administração deve estar alinhada com os interesses dos acionistas. Uma solução seria o órgão regulador impor uma fórmula única de remuneração para os conselheiros das empresas abertas, embasada na *performance* do Conselho; ou ainda extraída a partir do cálculo do lucro distribuído aos acionistas³. A terceira opção seria a escolha de executivos de renome que trabalhem para grandes corporações, pois assim eles participam de um conselho para, primeiramente adquirir conhecimento e ampliar suas qualificações profissionais e, posteriormente para complementar a sua renda.

Apesar dos obstáculos e soluções referidas ao conselho de administradores, em princípio, simplesmente o princípio de ser independente, não torna um conselheiro melhor ou pior, até porque não existe uma absoluta independência, porém, o importante é que um conselheiro oriente a administração da empresa visando os interesses reais de todos os acionistas, e indubitavelmente, esse fato, é catalisado via um conselho de administração independente.

Últimas considerações

O movimento em torno das boas práticas de governança corporativa veio para ficar e não pode ser identificado como mais uma onda da administração, pois tem proporcionado melhoras significativas na gestão das empresas em termos quantitativos e qualitativos, que se refletem respectivamente na valorização das ações e na maior capacidade interna de *enforcement* regulatório e na ampliação de proteção aos investidores.

(3) A justificativa dessa proposta é embasada em uma racionalidade de avaliação da eficiência dos fins. Assim, se não houver lucro a distribuir, o conselheiro independente não deve ser remunerado, uma vez que a empresa não tenha alcançado os objetivos dos seus acionistas.

Os grandes escândalos nos Estados Unidos demonstraram que apesar dos grandes avanços nos últimos anos, os acionistas ainda estão propensos a serem expropriados mediante práticas não recomendáveis.

Como convergir então os interesses dos acionistas minoritários em um conflito de agência no Brasil?

Através de uma política de governança corporativa duplo-ganhadora (*win-win*), embasada na endogenização de um ciclo virtuoso ao longo do tempo, que via uma relação direta de oportunidades financeiras a serem aproveitadas pela consolidação do **Novo Mercado** e da introdução de Conselhos de Administração Independente nas empresas, se mostram componentes essenciais de uma estratégia de desenvolvimento de um mercado de capitais cada vez mais responsável, transparente e participativo.

Referências bibliográficas

AZEVEDO, S. Conflitos desafiam os conselheiros. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, jul. 2002.

BOVESPA. *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais. São Paulo: Bovespa, 2000a.

_____. O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais. São Paulo: Bovespa, 2000b.

CALVACANTE FILHO, F. S.; MISUMI, J. Y. *Mercado de capitais*. 4. ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998.

CANUTO, O. Quanto vale uma boa governança corporativa? *Valor Econômico*, São Paulo, 24 out. 2000.

LAMEIRA, V. J. *Governança corporativa*. Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 2001.

_____. *Mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 2001.

LODI, J. B. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

MCKINSEY & COMPANY. *Investor opinion survey on corporate governance*. London: McKinsey, 2002.

NETO RIBEIRO, R. M.; FAMÁ, R. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o Novo Mercado. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 1, 2002.

PINHEIRO, J. L. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

PORTA, R. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, Jul. 1997.

RABELO, F. A.; SILVEIRA, J. M. *Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras*. Campinas: IE/Unicamp, jul. 1999. (Texto para Discussão, n. 77).

SCHEINKMAN, J. O desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. In: In: CONGRESSO BRASILEIRO DOS FUNDOS DE PENSÃO – ABRAPP, 21, 2000. *Anais...*

VENTURA, L. C. Governança corporativa e sua aplicação dos fundos de pensão. In: CONGRESSO BRASILEIRO DOS FUNDOS DE PENSÃO – ABRAPP, 22, Brasília, 2000. *Anais...*