

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS  
CENTRO DE FORMAÇÃO ACADÊMICA E PESQUISA  
CURSO DE MESTRADO EM GESTÃO EMPRESARIAL**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA EM  
PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS.**

DISSERTAÇÃO APRESENTADA À ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO  
PÚBLICA E DE EMPRESAS PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE

**LETÍCIA MAGNO RIBEIRO**  
Rio de Janeiro - 2009

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS**  
**ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS**  
**EBAPE**

**Leticia Magno Ribeiro**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA EM PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS**  
**BRASILEIRAS**

**Mestrado Executivo em Gestão Empresarial**  
**Orientador: Joaquim Rubens Fontes Filho, D.Sc.**

**Rio de Janeiro**  
**2009**

Leticia Magno Ribeiro

Governança Corporativa em pequenas e médias empresas brasileiras

Dissertação de mestrado apresentada ao  
Programa de Mestrado Executivo  
em Gestão Empresarial,  
Escola Brasileira de Administração  
Pública e de Empresas,  
Fundação Getulio Vargas,  
como parte dos requisitos necessários  
à obtenção do título de Mestre em  
Administração.  
Orientador: Joaquim Rubens Fontes-Filho, D.Sc.

Rio de Janeiro

2009

Leticia Magno Ribeiro

Governança Corporativa em pequenas e médias empresas brasileiras

Dissertação de mestrado apresentada ao  
Programa de Mestrado Executivo  
em Gestão Empresarial,  
Escola Brasileira de Administração  
Pública e de Empresas,  
Fundação Getulio Vargas,  
como parte dos requisitos necessários  
à obtenção do título de Mestre em  
Administração.

Orientador: Joaquim Rubens Fontes-Filho, D.Sc.

Aprovada em:        de        de        2009

---

Joaquim Rubens, D.Sc. EBAPE/FGV

---

Rogério Sobreira, D.Sc. IE/UFRJ

---

José Rezende, D. Sc. COPPEAD/UFRJ

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço aos meus pais, investidores mais propensos ao risco que conheço, que depositaram em mim seus recursos materiais, afetivos e intelectuais, mesmo quando eu mesmo duvidava.

À minha irmã Viviane, que como exemplo de perseverança, inteligência e ternura, me estimulou em cada momento dessa jornada.

Aos inúmeros amigos que entenderam o árduo caminho trilhado e me brindaram com sua infinita paciência. Em especial, agradeço aos queridos Milber e Álvaro, por suas gentis contribuições para a execução desse trabalho, frente as minhas infundáveis e insistentes solicitações.

Agradeço a esta instituição que me acompanhou nas minhas primeiras engatinhadas na vida intelectual e onde agora chego, honrada de aqui pertencer, a adolescência intelectual, ainda tão cheia de dúvidas e inquietações que só a busca incessante pelo conhecimento talvez venha a sanar.

Em especial, agradeço ao meu orientador, Joaquim Rubens, por sua condução firme “*pero sin perder la ternura jamas!*”, e a esta banca, pela oportunidade de expor este que é fruto da minha própria vida.

Não poderia também deixar de expressar a enorme gratidão em pertencer ao corpo ilibado de funcionários deste que é um dos mais relevantes órgãos do governo federal, e sustentáculo de uma economia cada dia mais desenvolvida, e, espero, igualitária. Trabalhar no BNDES é uma fonte diária de inspiração, em parte aqui impressa.

Agradeço em particular aos respondentes desta pesquisa, por me concederem não só seu precioso tempo, mas o seu vasto conhecimento, o qual meu maior desejo era compartilhar com todos os que como nós buscamos o desenvolvimento destas empresas, base corajosa de nossa economia.

Dentre eles, faço especial menção ao meu chefe Pedro dos Passos, por suas inúmeras contribuições e reflexões sobre o tema, que direta ou indiretamente conduziram a lógica deste trabalho. Agradeço também a minha amiga e companheira de mestrado e de trabalho Lidiane, pela oportunidade de ter aberto para mim este mundo fascinante.

E por fim, mas não menos importante, agradeço a Deus, por ter me concedido tantas e inimagináveis oportunidades de me expressar e deixar registrada minha pequena contribuição para este mundo.

*Aos pais, à irmã e aos incansáveis amigos*

*"A essência do conhecimento consiste em aplicá-lo, uma vez possuído"*

*Confúcio*

## RESUMO

A governança corporativa define um conjunto de regras que busca alinhar a ação do agente em relação às decisões estratégicas da empresa, assim maximizando os benefícios gerados aos seus *stakeholders*, e em especial aos acionistas. Para a pequena e média empresa demandante de recursos, tal ferramental é extremamente importante para aumentar sua capacidade de captação dos recursos necessários ao seu crescimento e desenvolvimento, uma vez que reduz a assimetria informacional entre esta e seus principais agentes financiadores: credores e novos investidores. Esta dissertação visou compreender quais as principais questões de governança corporativa de pequenas e médias empresas brasileiras, especialmente aquelas em expansão, buscando definir a partir destas algumas contribuições das boas práticas de governança corporativa para esse segmento. Na revisão bibliográfica foram levantados, segundo a teoria da agência e teorias complementares, os principais conceitos ligados à governança corporativa. Também é realizada uma análise destes conceitos segundo a captação de recursos e estrutura de capital da companhia, dado que pressupõe a entrada de novos investidores e credores. Para a validação desse referencial foram realizadas entrevistas em profundidade com técnicos e gestores das relacionadas as atividades de *venture e private equity* realizadas pela BNDESPAR. Por meio deste, foi possível definir, segundo os problemas e suas causas, algumas diretrizes de melhores práticas de governança para pequenas e médias empresas brasileiras.

## **ABSTRACT**

Corporate governance defines a set of standards which seek the alignment of agent action towards company's strategic decisions, so to maximize the benefits to its stakeholders, especially shareholders. For a small or medium enterprise resource demanding, this instrument is extremely important to enhance its capability of getting the funds needed to its growth and development, as it reduces information asymmetry between the company and its critical financial agents: creditors and new investors. This dissertation intended to understand what are the main questions related to corporate governance for small and medium companies, especially those in expansion, forward defining some contributions for better governance practices to this segment. In the literature review main concepts related to corporate governance were listed, based on agency theory and others supplementary theories. An analysis of these concepts according to capital structure and firms capacity of receiving resources was also done, which presumes the entrance of new investors and creditors. In depth interviews were made with managers and technicians of BNDESPAR private and venture capital activity, to reach the research objective. It was possible afterwards to define, under the problems and reasons found, some guidelines of best corporate governance practices for Brazilian small and medium enterprises.

## **Índice de Tabelas**

Tabela 1: Níveis do BOVESPA .....	40
Tabela 2: Principais Propostas.....	54
Tabela 3: Principais problemas para o crédito para a PME.....	63
Tabela 4: Ranking do Setor Bancário.....	68

## **Índice de Figuras**

Figura 1: Ciclo de financiamento das empresas .....	60
---	----

## **Índice de Quadros**

Quadro 1: Comparação entre os principais métodos de pesquisa em ciências sociais .....	73
Quadro 2: Descrição dos entrevistados .....	74

## LISTA DE SIGLAS

ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas

ADR – *American Depositary Receipts* (recibos de depósitos norte-americanos)

APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDESPAR – BNDES Participações S.A.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis

ENRON – ENRON CORPORATION S.A

FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos

FIPECAFI - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBRACON – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil

LTCM – Hedge Fund Long Term Capital Management Ltda.

OECD - Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PME – Pequena(s) e Média(s) Empresas

SEBRAE – Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas

SEC – *Securities and Exchange Commission*

## SUMÁRIO

<b>CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO</b> .....	13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E RELEVÂNCIA DO PROBLEMA.....	14
1.2 JUSTIFICATIVA DA ESCOLHA DO TEMA.....	17
<b>CAPÍTULO 2 - PROBLEMÁTICA</b> .....	18
2.1 OBJETIVO GERAL.....	18
2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	18
2.3 DEFINIÇÃO DOS LIMITES DO PROBLEMA.....	18
<b>CAPÍTULO 3 - GOVERNANÇA CORPORATIVA</b> .....	20
3.1 ORIGEM E DEFINIÇÃO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	20
3.2. TEORIA DA AGÊNCIA.....	22
3.3 TEORIAS E PROPOSTAS COMPLEMENTARES.....	24
<b>3.3.1 Teorias Complementares</b> .....	25
<b>3.3.2 Principais Contribuições</b> .....	28
3.4. GOVERNANÇA CORPORATIVA EM PAÍSES EMERGENTES E NO BRASIL.....	33
<b>3.4.1. Panorama da Governança na América Latina e Brasil</b> .....	33
3.4.1.1. Mercado de Capitais Brasileiro.....	36
3.4.1.2. Marcos Regulatórios recentes no Brasil.....	38
<b>3.4.2. Principais Propostas para países emergentes</b> .....	43
3.4.2.1. Propostas de órgãos internacionais.....	43
3.4.2.2 Propostas de órgãos reguladores e disseminadores de boas práticas de governança do Brasil.....	44
3.4.2.2.1 Comissão de Valores Mobiliários - CVM.....	45
3.4.2.2.2. Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC.....	49
3.4.2.2.3. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC.....	50
3.5. RESUMO DAS PRINCIPAIS PROPOSTAS DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	53
<b>CAPÍTULO 4 - ESTRUTURA DE CAPITAL E GOVERNANÇA NO BRASIL</b> .....	55
4.1. PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS BRASILEIRAS.....	55
4.2. ESTRUTURA DE CAPITAL E IMPACTOS SOBRE A GOVERNANÇA DA PME BRASILEIRA.....	58
<b>4.2.1. Alternativas de financiamentos para PME</b> .....	58

4.2.1.1. Empréstimo .....	60
4.2.1.2. Participação Societária .....	64
<b>4.2.2. Principais agentes envolvidos .....</b>	<b>68</b>
4.2.2.1. Empréstimo .....	68
4.2.2.2. Participação Acionária .....	68
<b>CAPÍTULO 5 - METODOLOGIA DE PESQUISA .....</b>	<b>70</b>
5.1. UNIVERSO E CORPO DE DADOS .....	70
5.2. SELEÇÃO DOS SUJEITOS E COLETA DE DADOS .....	73
5.3. LIMITAÇÕES DO ESTUDO .....	75
<b>CAPÍTULO 6 - ANÁLISE DOS DADOS .....</b>	<b>77</b>
6.1. PROCEDIMENTOS PARA A ANÁLISE DOS DADOS .....	77
6.2. CATEGORIAS .....	77
6.2.1. Problemas de Governança na PME .....	77
6.2.2. Transparência .....	80
6.2.3. Perfil do Empreendedor .....	82
6.2.4. Profissionalização, Sucessão e Remuneração .....	83
6.2.5. Assembleia Geral .....	85
6.2.6. Conselho de Administração .....	86
6.2.7. Mecanismos externos de controle .....	88
<b>CAPÍTULO 7 – ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>90</b>
7.1. PRINCIPAIS PROBLEMAS DE GOVERNANÇA E CAUSAS ASSOCIADAS .....	90
7.2. PROPOSIÇÕES .....	92
7.2.1. Perfil do Gestor .....	92
7.2.2. Profissionalização, Sucessão e Remuneração .....	93
7.2.3. Assembleias Gerais .....	94
7.2.4. Conselho de Administração .....	95
7.2.5. Transparência e informações gerenciais .....	95
7.2.6. Mecanismos Externos .....	96
<b>CAPÍTULO 8 - CONCLUSÃO .....</b>	<b>97</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>100</b>
<b>ANEXO .....</b>	<b>106</b>
<b>Anexo 1: Roteiro das Entrevistas .....</b>	<b>106</b>

## CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

O presente trabalho visa compreender quais são as principais questões de governança corporativa de pequenas e médias empresas brasileiras, especialmente aquelas em expansão e demandantes de novos parceiros para aporte de recursos, definindo a partir daí algumas contribuições das boas práticas de governança corporativa para esse segmento.

Com este objetivo, será realizada uma pesquisa de caráter descritivo baseada na revisão de literatura sobre o tema e em levantamento, segundo entrevistas em profundidade, junto a empregados do BNDES dedicados ao acompanhamento de participações em pequenas e médias empresas.

Num primeiro momento, são apresentados a definição e os principais conceitos relacionados à governança em seu aspecto geral, assim como a base teórica que a sustenta, isto é, a teoria da agência e teorias complementares.

Em seguida, propõe-se uma análise das questões de governança nas pequenas e médias empresas emergentes segundo inúmeros órgãos nacionais e internacionais voltados ao tema, de forma a obter suas perspectivas frente às questões de governança e temas transversais relacionados à sua implementação nestes países, assim como algumas contribuições ao tema por eles realizadas.

Tomando por base as teorias de estrutura de capital, buscou-se ainda entender as expectativas quando da entrada de financiadores e investidores na estrutura de capital e no dia-a-dia da companhia, fenômeno este que desencadeia os problemas de agência anteriormente descritos. Desta forma, se torna possível elencar, também sob o ponto de vista desses agentes, problemas e propostas para melhores práticas de governança corporativa em pequenas e médias empresas.

Agrupando os pontos tratados nessa etapa teórica é possível então definir os principais aspectos a serem pesquisados em campo.

Nesta etapa, se buscará a validação deste referencial, procurando entender em que medida as percepções e propostas anteriormente elencadas encontram-se presentes na realidade das empresas emergentes brasileiras. Para tanto, foram realizadas entrevistas em profundidade com acompanhadores de pequenas e médias empresas constantes na carteira da empresa de participações do BNDES, a BNDES Participações (BNDESPAR), selecionada em

função do pioneirismo e da larga experiência de seus componentes na participação junto a este segmento empresarial.

Por fim, encerrar-se-á com conclusões, diretrizes e proposição de futuros estudos voltados ao tema de governança em pequenas e médias empresas brasileiras.

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E RELEVÂNCIA DO PROBLEMA

A governança corporativa define um conjunto de regras que busca otimizar a ação do agente em relação às decisões estratégicas da empresa, assim maximizando os benefícios gerados aos seus *stakeholders*, e em especial aos acionistas.

Segundo Carvalho (2002), a mudança na perspectiva dos estudiosos em relação à configuração do sistema financeiro, de uma estrutura em que os recursos fluíam naturalmente para os projetos de maior valor, para uma mais complexa, na qual há assimetrias de informação que inviabilizam o financiamento de projetos alternativos, abriu um enorme espaço de discussão para as relações que fundamentam estas trocas de informação e na possibilidade de melhorá-las.

O tema está em voga por conta da necessidade de transparência e mecanismos de monitoramento e controle que o mercado de capitais, em franca evolução no Brasil, vem exigindo, a exemplo do Novo Mercado. No Brasil este mercado encontra-se em plena ebulição de oportunidades, e ainda em gestação no que tange a empresas de pequeno e médio porte como as que se pretende abordar neste estudo.

Além disso, há a perspectiva da expansão dos mecanismos de liquidez num médio prazo, a destacar o Bovespa Mais, que estão estabelecendo padrões específicos de governança a serem adotados por PME que merecem ser observados com atenção como condição primordial para o ingresso neste segmento do mercado.

A recente crise ocorrida no mercado internacional por conta de títulos podres (os chamados *subprimes*) reforçou a necessidade de controle e apontou também para as grandes falhas de regulação do mercado de capitais decorridas do clima de euforia e expectativas posteriormente frustradas de ganhos de curto prazo.

A tendência, após o período de crise que se iniciou com a quebra do Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008, é de maior austeridade, e de reflexões profundas não só sobre os mecanismos de controles, mas principalmente na efetividade destes diante da realidade.

Por outro lado, cabe ressaltar que a melhora do cenário econômico brasileiro nos últimos anos levou a um aumento da demanda interna e da condição socioeconômica do brasileiro. Tal fato alavancou a demanda interna do país e acelerou o movimento de empreendedorismo, com aumento da abertura de empresas e o crescimento acelerado das já existentes em mercado.

Estas empresas apresentam desempenho econômico–financeiro rapidamente elevado a patamares consideráveis em poucos anos, porém muitas vezes estes não são acompanhados por uma qualidade de gestão e de mecanismos de controle e diálogo com *stakeholders* proporcionais à sua estrutura.

Essa nova classe de executivos, pressionada pelas exigências dos diversos agentes envolvidos em suas atividades, vê nas perspectivas de mercado uma oportunidade de crescimento, mas que sabe que esta passará pela correta estruturação de seus mecanismos de governança.

No entanto, sabe-se que por maior que este crescimento tenha sido, existem limitações de ordem prática dessas empresas, normalmente mais restritas na captação de recursos e na estrutura de capital. Ademais, a própria questão de controles da empresa é muito diferente daquela de uma empresa de grande porte, e que afetam a forma como esses mecanismos de governança são estruturados.

Para a otimização das relações com agentes relevantes na captação de recursos dessas empresas, é necessário entender as expectativas deles neste processo, visando estabelecer o que são melhores práticas segundo os seus pontos de vista, e espera-se, encontrar pontos de tangência entre suas propostas.

O processo evolutivo que as levará a progredirem e ganharem sustentabilidade passa pelo trabalho de vários aspectos diretamente relacionados aos mecanismos de governança tais como: a presença de um conselho, sua composição formação e possibilidade de controle das operações e a composição de propriedade na companhia (forte presença familiar, presença de fundos, acionista estrangeiro, entre outros).

Por outro lado, sabe-se que, conforme Abor e Biekpe (2007), por a governança estar normalmente associada a grandes empresas e ao problema de agência que recai sobre agentes e proprietários, parece, a princípio, pouco aplicável ao contexto das pequenas e médias empresas, uma vez que nestas empresas a separação entre proprietários e gestores não é tão claramente definida.

Tal crença fica explícita ao se observar a literatura deste tema, majoritariamente destinada ao conflito entre acionistas e gerentes, quando consta dos trabalhos precursores sobre o assunto, que os problemas de governança podem envolver outros entes afetados pelas ações e decisões empresariais, tais como, investidores minoritários, credores, empregados e sociedade em geral.

Além disso, os estudos se empenham em descrever mecanismos plausíveis para grandes empresas, cujas estruturas de monitoramento diferem em grande parte daquelas existentes nas empresas fechadas de menor porte. De forma semelhante, negligenciam outras formas de estrutura organizacional e as peculiaridades destas decorrentes e os prováveis impactos sobre a efetividade da implantação dessas premissas de melhores práticas de governança corporativa.

Por isso, acredita-se que este estudo, além de relevante é também oportuno e adequado à realidade do mercado de capitais e das pequenas e médias empresas brasileiras em processo de expansão. A melhor compreensão dos aspectos de governança específicos a este contexto e tipo de empresas que se formaram no Brasil permitirá uma atuação e enfoque mais adequado por parte das empresas no que concerne às atitudes e ajustes a serem realizados. Desta forma, acredita-se que estas poderão ter uma atuação mais focada na melhora de suas práticas de governança, melhorando sua percepção e valor pelo mercado, em especial melhorarão as suas relações com agentes determinantes ao seu crescimento.

## 1.2 JUSTIFICATIVA DA ESCOLHA DO TEMA

De acordo com o contexto anteriormente apresentado, há uma crescente demanda pela adoção de mecanismos de governança corporativa no Brasil. Em complemento, pode-se constatar, no âmbito empresarial brasileiro, uma forte caracterização de pequenas empresas, com particularidades que as diferenciam das grandes empresas.

Neste sentido, apesar de já haver um referencial teórico e prático sobre o tema, este tem sido sucessivamente baseado no contexto de grandes empresas e numa realidade de pulverização de capital bastante distante da realidade do mercado de capitais brasileiro.

Por outro lado, acredita-se que mesmo neste contexto há um conflito inerente aos principais agentes envolvidos nas atividades da companhia, que não se distingue na natureza, mas sim nas causas e, por isso, no que impacta também as propostas para a implantação de melhores práticas para a sua resolução.

Desta forma, há a necessidade de se compreender sob quais termos estes conceitos se manifestam na realidade destas empresas, em especial àquelas em busca de expansão e consolidação.

Este crescimento por sua vez, está intimamente ligado à sua estrutura de capital, cuja combinação entre capital próprio e de terceiros vem influenciar decisivamente sobre os mecanismos de controle e expectativas sobre o capital investido, deflagrando assim resultados, que se acredita, serão diferentes da literatura corrente sobre o tema.

A compreensão desta estrutura permite deflagrar qual o real impacto e exigências serão efetuados na empresa em relação aos mecanismos de governança usualmente propostos pela vasta literatura sobre o tema. Passa então a ser essencial para mapear, segundo esses atores, como a governança corporativa pode gerar ferramentas úteis para o alinhamento destes diferentes interesses, objetivo final deste estudo.

## CAPÍTULO 2 - PROBLEMÁTICA

### 2.1 OBJETIVO GERAL

Identificar quais são as principais questões de governança corporativa de pequenas e médias empresas brasileiras, especialmente aquelas em expansão e demandantes de novos parceiros para aporte de recursos, definindo a partir daí algumas contribuições das boas práticas de governança corporativa para esse segmento.

### 2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Identificar os problemas e mecanismos controle frequentemente citados no que tange a questão de governança corporativa
- Identificar as principais questões e propostas de melhoria das práticas de governança corporativa no contexto de pequenas e médias empresas emergentes brasileiras
- Identificar os impactos da entrada de credores e novos investidores sobre as demandas de governança nas PME em crescimento
- Levantar o conjunto de questões de governança corporativas presentes na realidade prática das empresas emergentes brasileiras utilizando por base os pontos de vista do agente de desenvolvimento.
- Propor um conjunto de diretrizes referentes às melhores práticas de governança que venham ao auxílio da resolução de tais questões.

### 2.3 DEFINIÇÃO DOS LIMITES DO PROBLEMA

O presente estudo tem seu foco voltado para empresas de pequeno e médio porte localizadas no território brasileiro, tomando por base o ano de 2008.

A delimitação do arranjo teórico que subsidia a temática de governança corporativa neste trabalho buscou ampliar sua base a partir de teorias complementares, apesar da grande influência da teoria da agência. Isto por que, conforme será tratado posteriormente, grande parte da literatura sobre o tema provem de países anglo-saxões, e são nestes os mercados de

capitais mais desenvolvidos do mundo, o que lhes gerou uma demanda premente pela resolução de conflitos entre agentes envolvidos, principalmente entre acionistas e gestores, que não se deflagra da mesma forma na realidade brasileira.

Houve ainda a preocupação de entender como se dá a entrada de financiadores e investidores na estrutura de capital e no dia-a-dia da companhia, fenômeno este que desencadeia os problemas de agência anteriormente descritos.

Em especial, a partir da teoria da agência pôde-se interpretar como a busca pela composição ótima da estrutura de capital gera determinadas expectativas e demandas por determinadas práticas de governança por parte de financiadores e novos investidores. Desta forma, se torna possível elencar, também sob o ponto de vista desses agentes, problemas e propostas para melhores práticas de governança corporativa em pequenas e médias empresas.

Por outro lado, não se pode negligenciar que existem outras correntes que explicam as motivações e influências na composição da estrutura de capital da Companhia, tal como a teoria de *pecking order*.

Por fim, a realização de pesquisa de campo utilizando por base elementos do corpo técnico do BNDES justifica-se por ser esta uma instituição pioneira na prática de participação acionária em pequenas e médias empresas brasileiras. O BNDES possui, historicamente, uma larga experiência nesta forma de capitalização, e conta com uma carteira de participações bastante diversificada, composta por meio de participação direta e via fundos de investimento, o que concede ao estudo uma visão panorâmica da realidade de governança das PME brasileiras.

### CAPÍTULO 3 - GOVERNANÇA CORPORATIVA

#### 3.1 ORIGEM E DEFINIÇÃO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A preocupação com aspectos relacionados à governança corporativa tomou forma a partir dos anos 80, principalmente nos países anglo-saxões, com a mudança do papel dos investidores institucionais. Os mesmos observaram as benesses de utilizar o Conselho de Administração de forma efetiva, assim saindo de uma anterior postura passiva de “se não gostamos da administração da empresa, vendemos suas ações” para a comprometida ação de “se não gostamos retiraremos sua administração em conselho”. (BORGES E SERRÃO, 2005)

Tal debate intensificou-se com os escândalos da LTCM e da ENRON, decorrentes de práticas antiéticas de administradores e da fragilidade de controles da alta administração destas empresas, incitando em escala global a discussão sobre a necessidade de se garantir os aspectos básicos para a boa governança: transparência, prestação de contas, equidade e *compliance*, a partir da qual se deflagrou uma pressão geral por uma maior regulação do mercado e das ações da administração no contexto empresarial. Essa pressão resultou na promulgação, em 2002, da Lei Sarbannes-Oxley – SOX, que foi num primeiro momento, uma proteção ao mercado de capitais estadunidense, uma vez que era aplicável tanto as companhias norte-americanas quanto estrangeiras de grande porte que acessassem ao mercado de capitais norte-americano, mas que intensificou a regulação do mercado e buscou definir importantes mecanismos de maior proteção aos investidores (BERGAMINI, 2005).

Especificamente no Brasil, o debate sobre a temática de governança encontra-se presente desde a década de 90, motivado por grandes modificações recentes relacionadas à reformulação de marcos regulatórios brasileiros e das modificações ocorridas nas relações de propriedade, que saíram de um modelo antigo de simbiose entre administração e proprietários típica das empresas familiares para uma relação mais complexa, envolvendo investidores institucionais, modelos elaborados de fusões e aquisições e pulverização do capital. Tais modificações foram impulsionadas basicamente pelas subsidiárias de grupos estrangeiros e pelo desenvolvimento econômico e refinamento do mercado de capital local (LETHBRIGE, 1997). Soma-se a tal panorama a influência direta e indireta de credores diversos envolvidos com as atividades da empresa.

De forma geral, a governança trata dos aspectos de gestão que são empregados para a proteção dos acionistas a partir de uma melhor disposição da informação. Para fins do presente texto, utilizar-se-á a teoria da agência como principal balizador desta relação, para posteriormente complementar seu arcabouço com contribuições relevantes feitas por outras correntes que tratam desta temática.

Um primeiro ponto a ser definido é o escopo a que se refere o termo. De forma geral, a governança está relacionada aos conflitos entre acionistas e gestores.

Garcia (2005) afirma que, enquanto condição primordial de acesso de empresas ao mercado de capitais, pode se identificar duas visões de governança. A primeira, a contratualista, analisa basicamente a relação entre gestores e acionistas e a proteção que os cabe. A segunda linha, de caráter institucionalista vislumbra relações mais amplas, envolvendo não só acionistas quanto outros agentes de relevância na operação da empresa, que afetem de modo significativo suas atividades, tais como credores, governo e etc. A forma como se encara este foco diferenciará em muito o debate de governança e quais as vozes deverão ser trazidas para este estudo.

Segundo Carvalho (2001), a governança corporativa é um processo que afeta de forma positiva a sociedade, só tendo sentido aplicá-lo se todo o conjunto de empresas daquela sociedade assim o fizer. De forma complementar, o Banco Mundial, no Guia Prático derivado do Fórum Mundial de Governança Corporativa de 2005, aponta que as boas práticas de governança corporativa permitem, de forma geral, o aumento de acesso a financiamento, avaliação mais elevada do valor da firma, uma melhor performance operacional, a redução de risco de crise financeira e uma melhor relação com outros *stakeholders* (BANCO MUNDIAL, 2005).

Neste sentido, sabe-se que a teoria da agência constitui o referencial teórico predominante desta área (DAILY; DALTON; CANNELLA, 2003; SHLEIFER; VISHNY, 1997) cabendo por isso um detalhamento do problema que esta corrente identifica, e das principais formas de solução que aponta.

### 3.2. TEORIA DA AGÊNCIA

De modo geral, a teoria da agência versa sobre os problemas decorrentes da separação entre propriedade e gestão, os chamados problemas de agência, e suas possíveis soluções.

Segundo esta teoria, independente da natureza da sociedade empresarial, a companhia é formada por um feixe de contratos, que estabelecem seus relacionamentos internos e externos (JENSEN E MECKLING, 1976, WILLIAMSON, 1993, FAMA E JENSEN, 1983).

Neste contexto, sempre existirão dois agentes: o principal, o proprietário, e o agente ou gestor, administrador, e há uma clara separação entre as funções que cada um exerce dentro da empresa. Deste modo, supõe-se que a estrutura contratual das organizações geralmente separa as funções de ratificação e o monitoramento das decisões do seu processo de implementação (FAMA E JENSEN, 1983).

A separação entre as funções de agente e principal se deu por conta do aumento do tamanho dessas empresas e da incapacidade que o principal teria de gerenciar todos os diversos itens relacionados ao contexto operacional e às grandes estratégias para o futuro da empresa ao mesmo tempo. Desta forma, este delega parte de seu controle e gestão ao agente administrador (JENSEN E MECKLING, 1976).

Hasmann e Kraakmann (2004) aprofundam este problema da agência desdobrando sua concepção mais geral em três problemas específicos de agência. O primeiro deles, como já mencionado, envolve o conflito entre os acionistas e gestores. Neste caso, os acionistas são o principal e os gestores os agentes. O conflito está em garantir que os agentes estejam alinhados aos interesses dos donos acima dos seus próprios.

Há ainda o problema de agência relacionado ao conflito entre os acionistas majoritários e minoritários. Neste caso, os minoritários são o principal e os majoritários correspondem aos agentes, e o ponto de inflexão está em garantir que o primeiro não expropriará o segundo, maximizando apenas a sua utilidade.

O custo de agência para este caso é igual ao custo esperado com este monitoramento, que pode envolver dentre outros, auditoria, sistemas formais de controle, restrições orçamentárias e estabelecimento de sistema de incentivos. Tal custo se refletirá no preço pago pelos minoritários em sua participação, do qual será descontado (JENSEN E MECKLING, 1976).

Por fim, Hasmann e Kraakmann (2004) enunciam como terceiro problema, o conflito entre a firma e as outras partes com as quais detém contratos, tais como credores, empregados

e clientes. Neste caso, o problema está em assumir que a firma, enquanto agente, não aja de forma oportunista em relação a estes vários outros principais.

Para este problema, e especificamente em relação aos credores, Jensen e Meckling (1976) apontam três grandes custos de agência: os efeitos de incentivo no caso de firmas altamente alavancadas, os custos de monitoramento por conta deste incentivo e os custos de falência.

É importante que se entenda a premissa básica adotada para a definição do perfil destes entes, que provêm da teoria econômica neoclássica. Segundo a mesma, estes são entes racionais, e por isso visam a maximização de suas respectivas utilidades, sendo que estas são diferentes para cada um deles. Disto resulta que seus interesses divergirão, e as ações do administrador não necessariamente atenderão aos desejos do principal (FONTES-FILHO, 2004).

Para que tal desalinhamento não ocorra, é necessário desenhar um modelo de incentivos que leve o agente a agir em prol do interesse do principal, mas este modelo levará necessariamente a determinados custos para o principal (FAMA E JENSEN, 1983, WILLIAMSON, 1993).

Pode-se então definir, segundo esta teoria, que o modelo de incentivo será determinado para o ajuste do comportamento do agente, que pode ser cerceado tanto a partir de estímulos ou de monitoramento (FAMA E JENSEN, 1983).

Jensen e Meckling (1976) definem dois tipos de controles possíveis para a ação do agente: os controles internos e os controles externos. Os controles externos são decorrentes da estrutura social e regulatória vigente. Segundo os autores, o mecanismo estabelecido de concorrência no mercado de bens e serviço cerceia o oportunismo do agente uma vez que aumenta os custos relacionados ao produto, assim reduzindo a competitividade da empresa. Desta forma, quanto mais competitivo o mercado menor será o incentivo do agente a se desviar dos objetivos estabelecidos pelos acionistas.

Soma-se a outro controle externo destacado por Lamb (s.d) referente ao mercado de trabalho dos dirigentes, isto é ligado à reputação dos administradores perante seus possíveis contratantes e pares, uma atuação abaixo do esperado por parte do gestor prejudica suas chances presentes e futuros de sucesso.

O mercado financeiro, por fim, exerce pressão sobre gestores pela bolsa e seus movimentos (LAMB, s.d). Neste caso, vale lembrar que no Brasil, como a maioria destas empresas é fechada esse mecanismo seria menos eficiente.

Dentre os mecanismos internos de controle, o autor cita o direito de voto em assembleias gerais, o alinhamento de interesses dos dirigentes, vigilância mútua entre os assalariados, e a presença de conselho de administração e de conselho fiscal. Estes últimos são mais atuantes quanto mais independentes.

Os estímulos normalmente são ganhos de origem financeira atrelados ao alcance de uma determinada performance, tais como remuneração variável atreladas a metas contidas no planejamento da companhia, ou mesmo planos de opção de compras de ações, nos quais os agentes recebem uma pequena fração do capital social da empresa sob forma de ações pelo seu desempenho previamente estabelecido e contratado (FONTES-FILHO, 2004).

Portanto, esses mecanismos de governança corporativa, independente de terem a vertente do estímulo ou da punição, permitem aos *shareholders* certo grau de conforto quanto ao fato de que seus agentes se esmerarem para alcançar seus interesses (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

### 3.3 TEORIAS E PROPOSTAS COMPLEMENTARES

O modelo de governança corporativa tal como tratado até este momento tem um enfoque claramente norte-americano, intrinsecamente relacionado ao conflito entre gestores e acionistas. No entanto, para fins deste estudo, este ponto central e esta pauta de discussão devem ser flexibilizados, com o objetivo de observar sob outras perspectivas, o relacionamento entre estes entes relevantes dos quais as empresas do porte daquelas aqui estudadas dependem para o seu crescimento.

Isto porque, investidores e credores, e em especial os investidores, não só fazem parte da realidade de grande parte das empresas brasileiras, principalmente as pequenas e médias, como se acredita que estes estabelecem uma relação muito particular com estas empresas, que é normalmente negligenciada pela teoria tradicional.

Além disso, por alterar a forma de percepção desta relação, os instrumentos e propostas para melhoria de mecanismos de governança também podem ser ampliados, de forma a absorver tais contribuições.

Por isso, são apresentadas a seguir outras perspectivas teóricas que oferecem contribuições relevantes no sentido de complementar o ponto de vista apresentando pela teoria da agência no tratamento das questões de governança.

São discutidos argumentos referentes a aspectos particulares das empresas, selecionados dentro o amplo escopo crítico de discussão de governança segundo a sua relevância para o caso de pequenas e médias empresas brasileiras.

### **3.3.1 Teorias Complementares**

O trabalho de Daily et al. (2003) traz um primeiro questionamento sobre a capacidade de generalização da abordagem tradicional da teoria da agência e de sua aplicabilidade.

Segundo os autores, a popularidade da teoria da agência na pesquisa em governança se dá basicamente por dois motivos. Primeiramente, pois é uma teoria relativamente simples, em que grandes firmas são reduzidas a dois participantes: gerentes e acionistas, e os interesses destes são claros e consistentes. Em segundo lugar, a noção de que gerentes são egoístas e geralmente não desejam sacrificar seus interesses em prol dos interesses de outros é senso comum (DAILY ET AL., 2003).

Porém, tais reduções, apesar de simplificarem a compreensão, resumem demasiadamente algumas situações que, na vida prática das empresas, podem ter resultados muito diferentes daqueles supostos pela teoria, principalmente em empresas de menor porte (DAILY ET AL., 2003).

Em complemento, Uhlaner, Wright e Huse (2007) expõem que numa firma cujo controlador pode ser claramente definido é necessário considerar o contexto organizacional, o escopo da governança corporativa assim como outros mecanismos internos de governança.

Em relação ao contexto organizacional, é necessário, para uma melhor análise, que se considerem, segundo os autores, tanto o contexto institucional, o setor industrial, o contexto de propriedade e o estágio do ciclo de vida da empresa.

Retomando a Daily et al. (2003), a partir da limitação simples da teoria da agência como única fonte para a compreensão de aspectos de governança corporativa, os autores apresentam algumas linhas de estudo que visam completá-la no que tange a governança corporativa.

De acordo com os autores, há na literatura, uma gama extensa de perspectivas teóricas que vêm complementar, e em alguns casos contradizer, a teoria da agência, o que é essencial para o reconhecimento dos muitos mecanismos e estruturas que podem melhorar razoavelmente o funcionamento organizacional.

Hawley & Williams (1996), em revisão da literatura sobre governança corporativa, identificaram quatro modelos de controle corporativo aplicáveis ao tema: a financeira, a de *stewardship*, a dos *stakeholders* e a dos modelos políticos.

Do ponto de vista da teoria financeira simples, o problema de governança está no estabelecimento de regras e incentivos para alinhar o comportamento de agentes e desejos dos principais. Compreende-se estas regras estabelecidas dentro do âmbito da firma, e não necessariamente um contexto legal ou institucional no qual estaria inserida. O interessante desta teoria é que ela evidencia também a preocupação que bancos e outras instituições de crédito têm de verem o retorno de seu empréstimo realizado (HAWLEY e WILLIAMS, 1996).

A teoria de *stewardship*, que poderia ser traduzida como teoria de supervisão ou da intendência, também chamou atenção de pesquisadores, tanto complementando quanto contrastando com a teoria da agência (HAWLEY e WILLIAMS, 1996).

Enquanto esses últimos viam executivos como oportunistas, os intendentos os descrevem como tendo interesses isomórficos com os dos acionistas, pois por muitas vezes, há um alinhamento natural entre acionistas e executivos dado que servir acionistas também serve aos seus interesses próprios. Além disso, sabe-se que o desempenho da firma muitas vezes reflete o desempenho do gestor, desta forma este procurará maximizar os indicadores de sua *performance* (DAILY ET AL., 2003).

Segundo Lethbrige (1997), na teoria de *stakeholders* a firma é compreendida sob um ponto de vista mais amplo, no qual se considera que ela está imersa num espaço de interação entre várias partes interessadas, dentre as quais se destacam clientes, empregados, credores e sociedade em geral. Seu principal objetivo passa a ser, a partir desta perspectiva, gerar valor para estas partes e não apenas aos acionistas.

Para tanto, se deve incentivar a voz e promover incentivos próximos ao dos acionistas a estes participantes que contribuem de forma crítica, de modo a alinhar seus interesses aos dos acionistas (LETHBRIDGE, 1997).

Este modelo é largamente utilizado no Japão e na Alemanha e está relacionado à estrutura histórica de sua constituição e da forma como as captações de recursos foram estabelecidas naqueles países, tal como será debatido no tópico de “principais contribuições” a seguir.

A última teoria apontada por Harley e William (1996) é a do modelo político. Neste, se reconhece que a divisão de poder dentro da companhia entre os acionistas, gestores e

demais partes interessadas é determinada pela forma está sujeita a forma como o poder está determinado fora da companhia, no macro ambiente. Ressalte-se que esta é uma relação recíproca, isto é, que o macro ambiente também é influenciado pelas relações de poder estabelecidas no micro ambiente das companhias, dependendo do seu impacto sobre o ambiente.

Esta teoria é extremamente importante em apontar como o ambiente institucional, legal e regulatório que cerca a companhia pode influenciar a sua estrutura, suas relações e conseqüentemente, os mecanismos de governança que serão exigidos para estabelecer relacionamento entre as partes interessadas.

Além disso, o modelo político, segundo Pound (1993), pode ser observado no micro ambiente, de forma a analisar como as regras internas estão sujeitas a relações de poder entre os diversos envolvidos na empresa.

Em complemento às perspectivas abordadas por Harley e William (1996), Turnbull (2000) apresenta outras três perspectivas teóricas do estudo de governança que considera como complementares a teoria da agência: a cultural, a de poder e a cibernética.

A abordagem cultural afirma como relevante a influência dos aspectos históricos e culturais nas configurações de cada país na relação entre os diferentes agentes envolvidos nas atividades das empresas. Tal configuração pode influenciar vários aspectos a serem debatidos, tais como a forma como são percebidos a concentração ou não do capital da companhia, e, por conseguinte os mecanismos de governança necessários, uma vez que dependem necessariamente do contexto social e histórico no qual estão envolvidos (TURNBULL, 2000).

A perspectiva de poder é uma das mais polêmicas e negligenciadas no meio acadêmico, cujos estudos são muitas vezes prejudicados pela dificuldade em obter dados fidedignos, dada a relutância e medo dos respondentes em se expor e revelar de forma transparente o impacto que essa perspectiva tem sobre a organização (MINTZBERG ET AL., 2000).

No entanto, Turnbull (2000) trata desta teoria assumindo o conceito de poder enquanto poder de agir, e argumenta que sem este não há utilidade na informação nem para diretores ou acionistas.

No entanto, os reformadores da governança e os elaboradores de políticas preocupados com questões de transparência e *accountability*, segundo o autor, muitas vezes negligenciam em observar esta perspectiva.

Desta forma, para Turnbull (2000), independente de quem seja a parte interessada, a proteção de seu interesse passa por quatro condições:

- (i) A informação para agir,
- (ii) A vontade para agir,
- (iii) O poder para agir, e
- (iv) A capacidade para agir.

A última teoria abordada por Turnbull (2000) é a cibernética, na qual o autor traz um conceito da teoria informacional de limitação da capacidade receber, armazenar, processar e transmitir informações por parte dos computadores ao fenômeno de racionalidade limitada observados na realidade humana.

Desta forma, assim como são formadas redes de computadores para superar essa limitação informacional, sob esta mesma lógica são formados times, grupos, alianças e redes de trabalho (TURNBULL, 2000).

As teorias citadas versam sobre assuntos que tangenciam a governança, tratando de forma diferenciada algumas questões tais como: a composição e postura do conselho de administração, as relações entre acionistas, gerentes e diretoria, a remuneração dos executivos entre outros.

A contribuição destas teorias para governança está em permitir a definição de mecanismos mais adequados e completos que venham a solucionar tais problemas por meio da pluralização dos pontos de vista de análise dos problemas de agência e mesmo dos mecanismos de controle segundo suas perspectivas diversas. Tal possibilidade se veria muito reduzida caso nos limitássemos ao ponto de vista unilateral da teoria da agência.

As principais propostas destas teorias para cada um desses tópicos foram resumidas a seguir.

### **3.3.2 Principais Contribuições**

Tal como o arcabouço teórico que trata do tema de governança corporativa, a sua aplicação prática também é fortemente influenciada pela teoria da agência. Deste modo, as propostas trazidas por teorias adjacentes para a aplicação destas práticas é de grande valia para uma abordagem mais eficiente e completa deste tema.

Antes de entrar detalhadamente nos aspectos trazidos por cada uma delas, cabe incorporar a estas propostas um primeiro ponto trazido por Daily et al (2003), de se observar

com atenção os aspectos mais trabalhados nas atividades dos acionistas em busca da reforma da governança. Isto por que, segundo os autores, tais aspectos apontam para as práticas de governança que são percebidas como legítimas e efetivas na proteção dos seus interesses.

O ativismo dos acionistas é citado em diversos artigos (LETHBRIGDE, 1997, BORGES E SERRÃO, 2005, CARVALHO, 2001) como elemento essencial para encorajar executivos e diretores em adotar práticas que os desviam de decisões baseadas em puro egoísmo, por meio de incentivos para executivos em gerenciar nos interesses de longo prazo dos acionistas.

Algumas ações importantes incluem: a configuração de conselhos com maioria independente, a profissionalização da diretoria, a separação dos cargos de presidente do conselho e da diretoria (CEO), a imposição de idade e limites para diretores e o oferecimento de pacotes de incentivos incluindo formas contingenciais de pagamento.

No entanto, os autores consideram como necessário também que se questionem estes benefícios e os limites da interferência dos proprietários na gestão. A teoria clássica assume que estes agentes tomam decisões necessariamente capazes de alcançar o máximo da utilidade por eles desejadas. Tal argumento, baseado na premissa econômica da racionalidade dos agentes ao selecionarem o que é ideal para si esbarra na realidade de um imediatismo pouco racional e uma necessidade de ganhos crescentes, ou ainda em outras limitações humanas presentes na realidade prática (DAILY ET AL., 2003).

Em geral, a pesquisa de governança se focou na questão de conflitos, do que decorre a recomendação por membros independentes tanto no conselho quanto da diretoria para uma maior transparência e neutralidade.

Em especial, Chtourou et al. (2001) explicitam a necessidade da separação entre a presidência destes dois órgãos da companhia, também para evitar o excesso de concentração de poder nas mãos de uma única pessoa, no que se remonta à teoria de poder abordada por Turnbull (2000).

Além disso, os autores acrescentam que, em geral um diretor cujo percentual de participação na companhia seja relevante será menos propenso a tomar decisões que possam de alguma forma prejudicar os seus benefícios enquanto acionista mesmo que beneficiem a companhia. Por fim, afirmam que há uma relação positiva entre o monitoramento efetivo e a independência e profissionalização deste cargo.

No entanto, os resultados destas medidas no desempenho da companhia não estão claros, independente de como foi mensurada a sua performance (DAILY ET AL., 2003).

Outro ponto, também trabalhado pela teoria da agência refere-se à compensação dos executivos como um dos incentivos passíveis de permitir o alinhamento entre proprietários e gestores (LAMB, s.d.).

A *Securities and Exchange Commission* – SEC, órgão responsável pela regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos, em 1992, estabeleceu um conjunto de regras de prestação de contas da remuneração executiva (EXECUTIVE COMPENSATION DISCLOSURE, 1992), na qual solicitou que os maiores salários executivos fossem publicados, incluindo como foram concedidos e a performance desses executivos avaliados, política esta que a CVM colocou em consulta pública no Brasil em 2009 (CVM, 2009), com o objetivo de analisar os critérios das companhias para o pagamento de executivos, em especial no que tange à sua parte variável e bônus, no que espera ter um indicativo do tamanho do risco que os administradores estão sendo incentivados a correr e do grau de prioridade que a empresa está dando às metas de curto e longo prazo.

Ainda com o mesmo objetivo, buscou-se uma maior utilização de mecanismos baseados em *equity* para a compensação de executivos, lembrando que tal forma de taxação da remuneração variável também foi modificada, beneficiando seus detentores. Tais modificações alinharam o pagamento dos executivos com a performance da firma, movendo-se no sentido de *stock options* e outros incentivos variáveis.

No entanto, Daily et al. (2003) afirmam que tais movimentos obtiveram resultados positivos, mas ainda não apresentaram evidências de que essa boa relação tenha trazido prosperidade para a firma como um todo.

Com os recentes escândalos envolvendo o Fundo Madoff, AIG e a crise gerada pelos *subprimes* mais uma vez se questiona também esta premissa que, se isolada de um amplo monitoramento torna-se extremamente perigosa, induzindo, senão a comportamento ilegais, a objetivos curto-prazistas.

Um assunto tratado com frequência por acadêmicos voltados ao tema de governança refere-se ao conselho de administração, para o qual as perspectivas adicionais ajudam a compreender os recursos, serviços e papéis estratégicos trazidos por estes membros (Daily et al., 2003).

Turnbull (2000) afirma que a perspectiva de poder pode ser utilizada para auxiliar a explicação dos conflitos potenciais de interesse entre executivos, diretores e acionistas, uma vez que esta na maioria das vezes decorre de disputas por poder dentro da companhia, no sentido definido por Turnbull (2000) capacidade para agir. Do mesmo modo, o poder para

agir também define a efetividade ou não do conselho em se fazer legítimo, em especial quando conta com conselheiros independentes.

As considerações trazidas pela teoria cibernética também ajudam a justificar o desenho de um ou mais conselhos e sua estrutura, assim como de outros comitês auxiliares a estes órgãos centrais, e de arquitetura das alianças com outras partes interessadas. Permite, além do mais, avaliar a integridade da informação de governança e inspira o desenho adequado dos sistemas de controle necessários para a obtenção destas informações (TURNBULL, 2000).

As contribuições contidas na teoria dos *stakeholders* são consideradas como positivas por Hollingsworth e Lindberg (1985), pois permitem que se estabeleçam alianças em benefício do negócio, seja através de trocas por meio das redes formadas e relacionadas ou pela constituição formal de associações estratégicas. Além disso, se incentiva a participação acionária das principais partes interessadas e a inclusão dos credores em momentos cruciais e estratégicos da companhia, tais como no caso de processos de recuperação judicial (BORGES E SERRÃO, 2005, DAILY ET AL., 2003).

Pode-se ainda retomar, sob o ponto de vista da teoria de partes interessadas e da teoria cultural, a diferença de abordagem em relação aos países anglo-saxões e nipo-germânicos nas questões de governança e constituição de mecanismos de melhores práticas, justificadas pela constituição histórica de suas empresas e do modelo de financiamento particular utilizados por elas nestes países.

A academia identifica três modelos diferenciados de governança corporativa hoje em prática ao redor do mundo: o modelo norte-americano ou anglo-saxão, adotado basicamente por Estados Unidos e Inglaterra baseado em proteção legal, nipo-germânico, calcado em grandes investidores e bancos da Europa Continental, e o que caracteriza como sendo o modelo adotado nos demais países ao redor do mundo (Ásia, América Latina e etc.), fortemente baseado na concentração acionária e na propriedade familiar, no qual está inserido o modelo brasileiro (OLIVEIRA, 2000)

Nesse sentido, Borges e Serrão (2005) são categóricos em afirmar que devem ser respeitadas as realidades locais principalmente quando da adoção dos códigos das melhores práticas, colocados como prioridade para a Comunidade Européia, o Banco Mundial e o FMI, sob pena de serem impostos modelos de governança corporativa ineficientes a estas realidades. Todos os sistemas mencionados podem ser eficientes desde que cumpram os

critérios apropriados ao sistema e a cultural local, ou ainda, só surgem dificuldades quando o sistema de governança é estruturado em desacordo com as particularidades do país.

Por outro lado, em pesquisa realizada com grandes investidores globais pela consultoria McKinsey (2001) o modelo anglo-americano, baseado na realidade norte-americana de controle pulverizado. Nesta o modelo saxão é apontado por grande parte destes investidores como sendo um modelo aceito internacionalmente, devendo por isso ser buscado por todos os países em cujo processo de evolução da governança corporativa está em desenvolvimento. Isto porque, dada a sua clara tendência à proteção dos acionistas minoritários, este modelo acompanha a evolução natural do mercado, em se considerando com estágio último de desenvolvimento a pulverização de controle e da utilização de mecanismos diferenciados de financiamento, em especial a partir de participação acionária (ZYSMAN, 2000).

Pode-se ainda compreender a partir da perspectiva de modelos políticos os impactos do ambiente legal externo à empresa na pressão pela busca de melhores práticas de gestão e governança, e na sua implementação efetiva por parte desta.

Neste ponto, cabe destacar os resultados do estudo de La Porta et al. (1998), no qual o autor examina as regras legais referentes à proteção dos acionistas em 49 países de diferentes constituições históricas e legais, pressupondo que esta proteção esteja diretamente correlacionada à possibilidade da implementação de mecanismos de governança e da resolução de problemas de agência. Em função dos resultados apurados, os autores afirmam que os países que apresentam as mais fortes nas proteções providas aos acionistas são aqueles baseados na *common law*, seguidos por países cuja formação jurídica tem base alemã e escandinava e por fim, os de mais baixa proteção são encontrados os países que seguem a linha jurídica francesa.

Em complemento, os autores afirmam que a concentração de participação em companhias abertas está inversamente relacionada à proteção dos investidores, o que é consistente com a hipótese de que a pulverização do controle acionário é irrelevante para países que falham em proteger seus direitos, ou ainda, que não será desenvolvido um modelo de pulverização de capital consistente em países que não protegerem legalmente os pequenos investidores. Mais uma vez, o pressuposto destes resultados passa pela compreensão de que os direitos atrelados aos investimentos são críticos no sentido de determinarem o poder que investidores têm de extrair dos gestores os resultados esperados de seus investimentos.

Outro aspecto interessante trazido no estudo de La Porta et al. (1998) refere-se ao debate sobre a constatação que países com baixa regulamentação sofrem na captação de recursos. Sob este aspecto, os autores afirmam que em resultados parciais constata-se que esta limitação efetivamente ocorre, bastando observar a relação entre países com sistemas financeiros mais desenvolvidos e suas maiores taxas de crescimento econômico e de países com mercados com pouca regulamentação e normalmente, seu mercado financeiro incipiente. Existem, entretanto, exceções à regra, tal como nos países de linha francesa, nos quais é possível encontrar mercados bastante desenvolvidos, como o caso francês e o belga.

Tais constatações, e as premissas que as suportam, fazem sentido em se considerando a evolução do mercado de capitais do país, considerando que o ponto final será aquele cujo controle estiver pulverizado, tal como ocorreu nos países anglo-saxões. Tal consideração mais uma vez remonta à discussão sobre a pertinência de um modelo adequado ou universal.

A partir das múltiplas perspectivas e sugestões apresentadas pela teoria da agência e teorias complementares, cabe observar estes tópicos de governança corporativa circunscritos à realidade particular do Brasil, tal como se propõe a seguir.

### 3.4. GOVERNANÇA CORPORATIVA EM PAÍSES EMERGENTES E NO BRASIL

#### 3.4.1. Panorama da Governança na América Latina e Brasil

Em recente estudo realizado pela OECD (2003), principal órgão internacional de disseminação de práticas de governança corporativa ao redor do mundo, apresentou-se o atual panorama de estruturação das empresas na América Latina, região na qual a maioria dos estudos de governança corporativa aloca o modelo brasileiro.

O estudo é fruto do intenso debate da mesa redonda da América Latina realizado ao longo do período de 2000 a 2003, cuja composição abrange formuladores de políticas, entidades reguladoras, líderes empresariais, investidores e especialistas da região e representantes dos países membros da OECD. O estudo visou identificar os objetivos de políticas comuns e das prioridades reformatórias de forma a estabelecer medidas concretas para o aprimoramento das práticas de governança corporativa, de modo a incrementar os investimentos, eficiência do mercado de capitais, desempenho das empresas, em última instância o bem estar social.

Segundo o estudo, as boas práticas de governança corporativa são essenciais para o aumento da competitividade das economias latino-americanas ao garantir transparência e responsabilidades pelas sociedades de capital aberto. Estas práticas se tornam ainda mais relevantes para aquelas de capital fechado com vistas a crescimento acelerado com fim neste mercado, do momento que os mercados de capitais dessas economias mostram-se em processo de evolução, basicamente alavancados por investidores institucionais que exigem tais práticas.

A própria internacionalização dos mercados financeiros impele este movimento, uma vez que para estes a governança corporativa é tida como elemento chave para um melhor relacionamento. Isto porque, há o consenso nestes mercados de que a governança tende a evitar discrepâncias que aumentam o preço dos ativos, assim promovendo estabilidade e proteção contra crises assim reduzindo custos e agregando valor às sociedades que a utilizam.

De forma complementar, a McKinsey (2001) realizou uma pesquisa internacional com investidores de diferentes países sobre os aspectos mais sensíveis de governança a serem trabalhados nos mercados emergentes, isto é, englobando os países asiáticos, leste europeu e América Latina, Brasil inclusive.

Como principal aspecto para um melhor tratamento deste tema, os autores do artigo afirmam que há uma necessidade premente de reformas dos mercados de capitais desses países e das estruturas de direito de propriedade que os subsidiam. Além disso, recomendam que se reconheça de forma mais explícita que há uma forte formação de estrutura de negócio familiar. Desta forma, uma reforma institucional aliada a uma seqüência de mudanças incrementais nos negócios poderia efetivamente melhorar o nível de governança nestes países.

A OECD (2003) destaca, dentre sua contextualização da realidade latino-americana de negócios, que os países que formam essa realidade comungam de um momento histórico semelhante, marcado por um amplo processo recente de privatização de suas empresas nacionais, com uma clara redefinição dos papéis e responsabilidades dos setores público e privado, com o consenso de que o setor privado deve fornecer os bens e serviços que cidadãos exigem, e deixar a cabo da iniciativa pública a regulação dos mesmos. A entrada da iniciativa privada seria essencial também para trazer aspectos de competitividade de forma mais profunda e acelerada, no entanto até o fim daquele estudo e, até recentemente não se pôde comprovar ao certo até que ponto essa crença de eficiência seja efetivamente válida.

O estudo, em consonância à mencionada pesquisa realizada pela McKinsey (2001) aponta a intensa concentração patrimonial ainda presente nessas economias, em sua maioria baseada em pequenas e médias empresas de capital fechado e controle familiar.

A OECD (2003) destaca esse controle explícito como um aspecto a princípio positivo, do momento que pode assegurar uma supervisão ativa da administração, e representar uma fonte mais regular de suporte financeiro em situações e crise que o mercado de capitais. Por outro lado, esses recursos se tornam mais limitados à medida que a empresa cresce, o que leva a necessidade de selecionar fontes de capital diversas, e conseqüentemente a necessidade de adotar as práticas de governança de forma a atender essas novas exigências que serão propostas por essas fontes.

Ao mesmo tempo, este deve buscar não sacrificar os ganhos mencionados do alinhamento de interesses relacionados a direitos patrimoniais e de controle definido, conforme argumentado em seção anterior que tratou da questão de controle além da perspectiva da agência.

A OECD (2003) determina ainda como relevante a participação ativa dos grupos industriais e financeiros no desenvolvimento da América Latina. Tais grupos se caracterizavam pelo controle comum e pela operação de empresas em setores não relacionados além de estabelecerem entre si uma forte ligação. Esta composição levava a uma falta de transparência em suas operações internas e ausência de autonomia deliberativa, o que gerava, e ainda gera, obstáculos a obtenção de crédito a baixo custo, fora do âmbito do grupo.

Ultimamente tais grupos têm buscado separar estruturalmente suas operações e implantar mecanismos que gerem mais transparência. Tal aspecto vem mudando também em função da reestruturação dos sistemas bancários, com redução drástica da presença estatal e a substituição dos bancos locais por internacionais. Isto altera as relações seculares a que estiveram ligados estes grupos industriais e com os intermediários financeiros desempenhando papel mais relevante, o que gera uma cultura de crédito mais moderna e de maior concorrência de fontes (OECD, 2003).

A regionalização e a internacionalização dos mercados sobre a organização industrial trans-fronteira que foi se implantando na América Latina nas últimas décadas ainda se fazem sentir, principalmente na eliminação de concorrência na região, com intensificação de fusões e aquisições e mudanças de controles em importantes instituições de setores estratégicos da América Latina. A saída de empresas de primeira linha, e a adoção de modelos que

incorporam tanto elementos da matriz quanto do nível local marcam uma nova e interessante forma de governança corporativa na região estudada.

A que se considerar, no entanto, que a ainda presente limitação do mercado de capitais domésticos por que passam os países latinos americanos tem demonstrado uma recente evolução, buscando captar cada vez mais em mercados internacionais, em especial Nova York, por meio de *American Depositary Receipts* – ADR, recibos de depósito norte-americano que representam ações de empresas estrangeiras não negociáveis no país das empresas emissoras. A utilização destes instrumentos exige o atendimento a padrões de transparência e práticas de governança como forma de captar novos recursos e manter a liquidez de seus valores mobiliários.

Cabe um pequeno adendo sobre a realidade e o histórico do mercado de capitais brasileiros de forma a compreender qual o momento e perspectivas que este pode trazer e os reflexos do mesmo para a governança corporativa.

#### 3.4.1.1. Mercado de Capitais Brasileiro

O mercado brasileiro, até o ano 2000, ainda caracterizava-se, segundo a classificação de Zysman (2000) como um mercado eminentemente sustentado pelo sistema de crédito. Dentro desta concepção, os principais agentes responsáveis pelo desenvolvimento do mercado financeiro eram os bancos.

Um mercado baseado no crédito apresenta restrições estruturais relativamente grandes, pois são poucas as instituições responsáveis pelo fomento e pela geração de *funding* para as empresas em sua expansão. Desta forma, há uma restrição quanto à quantidade de recursos disponíveis em circulação, o que naturalmente restringe a capacidade de investimentos das empresas.

Segundo Coutinho e Borges (2007), as pregressas limitações do mercado de capitais brasileiros passam pela compreensão de que o desenvolvimento de uma economia periférica, sobretudo buscando um sistema calcado no mercado de capitais, depende de estabilidade macroeconômica, o que só foi possível a partir do Plano Real.

O mercado de capitais brasileiros veio, até a década de 90, se baseando em operações que visavam o curto prazo e voltadas a financiar basicamente títulos públicos, e possuía liquidez muito baixa, no que as principais contribuições e esforços no sentido de seu desenvolvimento eram realizados pelo setor público.

Este cenário permaneceu inalterado mesmo após o início da estabilização macroeconômica decorrente do Plano Real, no que Coutinho e Borges (2007) acreditam ser resquício dos tempos de inflação elevada e volátil e liquidez era concentrada em poucos ativos focando financiar o setor público.

Os pilares de estabilização lançados em 1999 no tripé de câmbio flutuante, programa de ajuste fiscal e sistema de metas de inflação, só começaram a ter seus efeitos sentidos, segundo estes mesmo autores em 2004-2005, quando a expectativa de inflação efetivamente convergiu com a inflação cumprida.

Tal fato decorria de alguns entraves estruturais que faziam com que o desenvolvimento fosse muito lento e propenso a diversos retornos, dentre os principais entraves cabendo destacar: a falta de clareza na regulação de investimentos estrangeiros, a dúvida quanto à capacidade de crescimento econômico consistente, uma relação desequilibrada entre dívida externa e exportações e na relação Dívida Pública/PIB; a presença de inflação ainda volátil, reservas internacionais frágeis, déficit nominal elevado. Além disso, à época, o cenário externo encontrava-se relativamente instável, com crescimento tímido dos EUA, reestruturação política na Europa entre outros fatores (ROGERS, 2006).

No entanto, a partir da década de noventa vem-se configurando uma nova realidade, que se acentuou nos últimos anos, de crescimento acelerado, com grandes oportunidades para estrangeiros na relação risco retorno, crescimento das commodities alavancado pela voracidade chinesa, a maturidade de algumas empresas brasileiras, representativas no mercado internacional (ROGERS; 2006).

Segundo Vieira e Corrêa (2002), a partir do governo Itamar, o Brasil começou um severo processo de reformas econômicas e institucionais, com destaque para o plano Real e a consequente estabilização da inflação.

Apesar de algumas crises externas ocorridas no período, o cenário internacional corroborou para a melhora dos pontos de sensibilidade anteriormente relatados, servindo como um importante catalisador do desenvolvimento brasileiro. Destaque-se a economia chinesa, que com seu crescimento pujante tem alavancado o crescimento econômico de modo geral, e tem reduzido a dependência dos países emergentes, dentre eles o Brasil, ao consumo americano, trazendo uma balança mais favorável (ROGERS, 2006).

Não obstante, o mercado brasileiro ainda encontra-se muito distante de sua maturidade. Ao se observar os setores de investimento e o número de *Initial Public Offerings* – *IPO* (termo em inglês para designar oferta inicial de ações) realizadas, o mesmo encontra-se

concentrado em setores *commoditizados*. Ademais, de forma comparativa, os valores trabalhados em bolsa, apesar do crescimento desta, ainda encontram-se muito abaixo daqueles de economias cujo mercado de capitais mais maduros (CVM, 2009).

Desta forma, a evolução do mercado de capitais no Brasil parece caminhar, no médio prazo, para a pulverização de controle de suas companhias. Esta pulverização exigirá que se trabalhem mais fortemente os mecanismos de proteção aos minoritários. Além disso, para que se realize efetivamente essa transição, é necessário se trabalhar concomitantemente a questão da governança em pequenas e médias de controle bastante definido, muitas vezes familiar (OECD, 2005).

#### 3.4.1.2. Marcos Regulatórios recentes no Brasil

Em complemento, é necessário retomar ainda à questão da presença de um ambiente legal e conjuntural e dos mecanismos disponíveis para a regulação adequada do mercado de forma a permitir uma maior proteção aos investidores e a correta implementação dos mecanismos de governança e a punição pela sua não aplicação.

Segundo La Porta et al. (1998) os países cuja origem de direito advém da jurisprudência alemã e francesa normalmente têm uma menor regulação deste aspecto. Tal ponto se acentua com a pesquisa de Scheifler e Vishny (1997) na qual reforçam que os países da América Latina têm os índices de proteção ao investidor mais baixa entre os países pesquisados.

Cabe ressaltar, no entanto, a evolução pela qual o Brasil vem passando em seu ambiente regulatório para se adequar as melhores práticas contábeis e de governança internacionalmente utilizada.

Borges e Serrão (2005) citam inúmeros avanços recentes no ambiente regulatório brasileiro, afirmando que este apresentou um amadurecimento acelerado nos últimos anos. Dentre os principais exemplos mencionados por estes autores, destacam-se os três níveis de governança utilizados para a categorização de empresas do Bovespa, e em especial o padrão de Novo Mercado, cuja criação enfatiza principais princípios de governança que são desejados pelo mercado.

Além disso, cabe destacar a ampliação do mercado de capitais para empresas de menor porte com potencial de crescimento por meio da criação do Bovespa Mais.

Neste segmento de listagem do mercado de balcão são incentivadas a participar as empresas de pequeno e médio porte que buscam crescer utilizando o mercado acionário como fonte de recursos, mas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa. Ou seja, empresas que acreditam na ampliação gradual da base acionária como o caminho mais adequado à sua realidade. Para tanto, neste segmento já são adotados elevados padrões de governança corporativa, porém estes são adequados à realidade e possibilidade daquelas empresas (BOVESPA, 2009).

Os investidores do Bovespa Mais são diferentes daquele do mercado tradicional visto que seu perfil se foca em investimentos de médio e longo prazo e no retorno potencial, que se sobrepõe à necessidade de liquidez imediata.

Atualmente, o Bovespa Mais possui apenas uma empresa listada, a companhia de fertilizantes Nutriplant, a qual captou por emissão primária de ações neste segmento aproximadamente vinte e um milhões de reais em fevereiro de 2007 (BOVESPA, 2009). Acredita-se que a expansão do Bovespa Mais dependa da própria maturidade das questões de governança corporativa das pequenas e médias empresas, de seu porte para atender às solicitações que este nível de governança exige, da melhor divulgação das informações referentes à entrada nesse segmento (BDO, 2007). Depende também do retorno de investidores mais propensos a risco após a crise econômica deflagrada em 2008.

De forma resumida, o Bovespa (2009) apresenta as distinções entre estes segmentos, e acrescenta as características do Bovespa Mais, segmento especial de captação para empresas de menor porte. A distinção resumida encontra-se na tabela a seguir:

**Tabela 1: Níveis do BOVESPA**

	Bovespa Mais	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
<b>Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)</b>	25% de free float até o sétimo ano de listagem ou condições mínimas de liquidez Somente ações ON podem ser negociadas	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regras
<b>Características das Ações Emitidas</b>	Permite a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ON e PN	Permite a existência de ON e PN
<b>Conselho de Administração Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional</b>	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
<b>Concessão de Tag Along Adoção de Câmara de Arbitragem do Mercado</b>	Facultativo	US GAPP ou IFRS	US GAPP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: BOVESPA (2009)

Borges e Serrão (2005) destacam as mudanças legislativas nas exigências de recuperação judicial a partir da promulgação da Lei 11.101/ 2005 como outro indicativo da evolução do sistema regulatório brasileiro em relação ao papel e possibilidade de participação dos credores.

Funchal e Araújo (2007) afirmam que a lei tinha por principal objetivo modernizar processo de insolvência brasileiro, que não se fazia mais compatível com a dinâmica econômica atual, tampouco atendia os anseios inerentes a uma legislação falimentar contemporânea, na qual a postura do credor passou de opositorista a uma mais colaborativa.

Acredita-se que, por esta lei ter sido elaborada visando o maior envolvimento dos credores no processo de tomada de decisão sobre o negócio, haja um foco mais voltado à manutenção de um fluxo de caixa operacional, além de melhorar a interação entre credores e a firma. Desta forma, o mecanismo facilitaria o fornecimento de capital de giro necessário à sobrevivência da empresa (BORGES E SERRÃO, 2005).

A partir dos resultados encontrados no estudo de Funchal e Araújo (2007) sobre os impactos da Lei 11.101/05, confirmou-se esta hipótese, dado que se observou como positivos os efeitos desta nova lei, com redução rápida e significativa da quantidade de falências, assim como do número de pedidos de recuperações judiciais. Tais resultados, segundo os autores,

decorrem do fato de que a maior participação dos credores tende a coibir pedidos desnecessários de recuperação devido ao risco de ser decretada a falência da empresa em caso de rejeição do plano de recuperação. Além disso, a regulamentação dos acordos extrajudiciais permite que firmas se reestruturem sem os custos judiciais, reduzindo assim a necessidade recorrer a esta instância.

Ademais, a partir da observação dos microdados presentes nos balanços contábeis de 524 firmas brasileiras entre 1998 e 2006, foi constatada uma redução geral no custo do crédito, um aumento no nível de crédito, especialmente para firmas de menor porte, explicado uma vez que a lei aumenta a sua chance de recebimento em caso de insolvência tanto devido à maior chance de recuperação da firma quanto a sua maior prioridade no caso de falência (FUNCHAL E ARAÚJO, 2007).

Esta alteração legal visa estimular a participação e o alinhamento dos credores aos objetivos da empresa, aqui levados ao caso extremo de uma recuperação judicial.

Além disso, à época da publicação do artigo de Borges e Serrão – dezembro de 2005 – estava em curso o debate sobre as necessárias alterações na Lei de Sociedades Anônimas – Lei no. 6.404, datada de 1976. Dentre as principais mudanças, os autores apontam os mecanismos de proteção a acionistas minoritários, em especial o aumento de proteção de seus interesses patrimoniais, assim como o incremento da transparência e do dever de prestação de contas da administração das companhias (BORGES E SERRÃO, 2005).

Neste sentido, cabe destacar a Lei 11.638, promulgada em dezembro de 2007, alterou a lei das sociedades por ações (lei nº 6404/76), introduzindo-lhe novos dispositivos com a finalidade atualizar as regras contábeis brasileiras. De modo geral, as alterações buscaram adequar as demonstrações financeiras às normas internacionais de contabilidade, assim permitindo uma melhor comparação, interpretação e transparência das informações apresentadas (BRAGA E ALMEIDA, 2008).

As principais alterações trazidas pela nova lei das Sociedades Anônimas 11.638/07 encontram-se resumidas a seguir (BRAGA E ALMEIDA, 2008):

- Substituição da demonstração das origens e aplicações de recursos pela Demonstração do Fluxo de Caixa;
- Criação dos grupos de contas de bens intangíveis, no ativo permanente e da conta de ajustes de avaliação patrimonial no patrimônio líquido;
- A alteração no critério de avaliação de coligadas;

- Criação da reserva de incentivos fiscais, com a contabilização sendo realizada diretamente no resultado do exercício, como estabelece a norma internacional.

Em análise da publicada pela CVM (2002) ressaltou-se como urgente a necessidade de adaptação às novas normas internacionais. Segundo a entidade, os principais mercados estão caminhando para um padrão internacional de contabilidade que facilite aos investidores analisar o desempenho da companhia e compará-lo com seus pares. Os países da União Européia iniciaram o processo de adoção de normas da IASB em 2005, e a Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO), em sua reunião de 2002, recomendou que todos os seus membros cooperassem para que suas normas contábeis convergissem em direção a este padrão contábil.

Em resumo, as alterações legais produzidas nestes últimos anos no Brasil indicam uma maior preocupação do sistema regulatório em uniformizar e atualizar as informações prestadas pelas companhias brasileiras, e criar um maior envolvimento de agentes interessados na constituição e acompanhamento da evolução destas.

As alterações, a partir de mecanismos de controle mais eficientes, também premiam empresas que estejam propensas a contribuir para a evolução do mercado e utilizar novas formas de captação de recursos.

Há ainda uma enorme oportunidade de crescimento do mercado de capitais no Brasil para empresas de menor porte, ainda mais após a concessão de selo de grau de investimento ao país, obtido no primeiro trimestre de 2008.

No entanto, estas modificações tendem a atingir de forma mais direta as empresas de maior porte, e dentre as pequenas e médias, talvez tais exigências recaiam apenas sobre aquelas empresas que possuem investidores externos ou que possuam financiamentos relevantes junto a instituições financeiras.

Este aspecto mais uma vez evidencia o foco dado a companhias abertas, com restrita preocupação quanto ao processo de evolução necessário para que pequenas e médias empresas brasileiras venham a adotar tais práticas, ou levar em conta o porte, estrutura ao longo de seu ciclo de vida e realidade de mercado dessas empresas.

Alguns órgãos internacionais já oferecem propostas para o incremento de da questão de governança em países emergentes, cujo perfil se assemelha às empresas tratadas por este estudo.

### 3.4.2. Principais Propostas para países emergentes

#### 3.4.2.1. Propostas de órgãos internacionais

Tomando por base o contexto anteriormente apresentado, apresenta-se a seguir os principais aspectos da pesquisa realizada pela McKinsey (2001) com 46 investidores de *private equity* com experiência de investimento em países emergentes, cuja atividade pressupõe a aquisição de participações em empresas fechadas nestes países. Segundo a empresa de consultoria, o estudo buscou levantar junto aos entrevistados os aspectos que são considerados por estes como essenciais para aprimorar a governança de empresas em países emergentes, apontando quais as expectativas de investidores globais sobre as empresas destes países e, possivelmente, sobre as do Brasil.

Dentre os itens reiterados pelos entrevistados, se destacam: a clara distinção entre interesses familiares da companhia, arranjos de governança claramente definidos, relatórios financeiros acurados, proteção legal reforçada aos minoritários e a presença de plano de remuneração por desempenho para os executivos da companhia.

Aprofundando estas conclusões, a OECD (2005) emitiu um amplo relatório no qual avaliou, para empresas de países emergentes e não listadas (ou fechadas), os principais pontos de governança corporativa a serem adotados.

O relatório aponta como principais aspectos de governança que a serem tratados por estas companhias, as questões que relacionam propriedade e controle, o papel da profissionalização da gestão, os mecanismos para transparência e a necessidade de treinamento de seus principais gestores (OECD, 2005).

O tratamento adequado desses aspectos, segundo a OECD (2005), permite a criação de um panorama que viabilize o desenho de incentivos apropriados para os conselhos e diretoria atuarem em prol dos interesses das principais partes interessadas e municie investidores com informação e mecanismos de monitoramento eficazes, no caso específico de empresas não listadas (OECD, 2005).

Isto porque, independente de ser listada ou não, as firmas dos países emergentes normalmente atuam com propriedade concentrada. Tal fato gera uma enorme similaridade nos problemas e soluções para ambos os tipos de companhia.

Por outro lado, a típica estrutura organizacional de companhias não-listadas, tanto no seu macro quanto microambiente, solicita um tratamento diferenciado da implantação de

mecanismos de governança, uma vez que nestes não estão presentes os agentes externos que monitoram a atividades das companhias listadas, i.e, agências de *rating*, agentes reguladores e outros, que evitam assimetrias informacionais e detectam fraudes (OECD, 2005).

Com este objetivo, a entidade propõe a definição de mecanismos internos e externos que variam em níveis de controle e comprometimento por parte da empresa, assim auxiliando a determinar as expectativas das partes interessadas *ex ante* e *ex-post* na resolução destes problemas (OECD, 2005).

Os mecanismos internos incluem a definição da estrutura de propriedade, da composição da diretoria, da estrutura interna da organização e da estrutura na qual está montado o processo de decisão e os requerimentos de prestação de contas e informações necessários, com enfoque especial para a transparência financeira (OECD, 2005).

A compensação executiva é citada pelo documento como outro mecanismo interno de destaque para motivar gestores a buscar projetos que tenham riscos e evitar ações que não são do interesse da companhia, de seus acionistas, credores e outras partes interessadas. Esses mecanismos baseados normalmente na distribuição de ações ou de opções de compra de ações permitem aos gestores incentivos de mensurar seu desempenho em relação às expectativas dos acionistas e evitar riscos desnecessários e oportunismo (OECD, 2005).

Em complemento, a OECD (2005) apresenta mecanismos externos, ou ainda, técnicas de mercado desenhadas para reforçar os mecanismos internos de governança. Como estas companhias não podem ser pressionadas por aquisições hostis tais como aquelas listadas, observa-se como relevante o trabalho voltado para a construção de sua reputação e credibilidade, essencial para o relacionamento com investidores privados que as acessam. Além disso, podem ser criados registradores independentes e câmaras voltadas para garantir que também essas firmas estejam em dia com suas obrigações legais e regulatórias.

#### 3.4.2.2 Propostas de órgãos reguladores e disseminadores de boas práticas de governança do Brasil

Um dos aspectos mais relevantes destacados pela literatura de governança corporativa recai sobre a capacidade regulatória de cada país sob os ponto de vista de governança, em relação a legislação voltada para a preservação dos interesses dos principais envolvidos (LA PORTA, 1998, SCHEIFLER E VISHNY, 1997).

Neste sentido, é possível entender o estágio de evolução segundo os órgãos constituídos para estabelecer as normas de atuação e sancionar sua efetiva utilização. Desta forma será possível compreender, segundo sua estrutura e missão, sob quais parâmetros as propostas de melhores práticas de governança estão estabelecidas no país.

Cabe destacar que estes órgãos são independentes, e as normas por eles publicadas, apesar de estarem normalmente alinhadas não necessariamente são idênticas em sua forma, redação e objetivos, e nem sempre serão editadas concomitantemente. Por isso a necessidade de abordar os três em separado, considerando e respeitando sua existência e pronunciamentos de forma autônoma.

No Brasil, dentre inúmeros de órgãos reguladores, são destacados a seguir os principais dentre aqueles, cuja função é exatamente a disseminação e o controle das práticas de governança.

#### 3.4.2.2.1 Comissão de Valores Mobiliários - CVM

Apesar de a Comissão de Valores Imobiliários - CVM atuar basicamente sobre empresas abertas, o que a distanciaria do foco do presente estudo, acredita-se que os posicionamentos atualmente apresentados por esta instituição acabarão por influenciar, mesmo que indiretamente, a atividade e governança das empresas tratadas neste estudo.

Tal afirmação está ligada à prerrogativa presente na Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007, de busca pelo alinhamento da instituição às normas internacionais de contabilidade – IFRS, e da aproximação destes padrões e exigências do mercado de capitais a empresas fechadas de tamanho relevante para o mercado, assim como para aquelas que buscam em momento futuro a entrada neste.

A Comissão de Valores Mobiliários tem sua origem datada do ano de 1976, a partir da Lei no. 6.385/76, que, em conjunto com a Lei das Sociedades por Ações 6.404, também do ano de 76, organizaram o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus principais agentes. Estes, segundo a Lei, foram distinguidos entre as companhias abertas, os intermediários financeiros e os investidores, além de outros cuja atividade está direta ou indiretamente ligada a este contexto (CVM, 2009).

Segundo a referida Lei, a CVM tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado, poderes estes que abrange todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários (CVM, 2009).

A CVM não exerce julgamento de valor em relação à qualquer informação divulgada pelas companhias. Sua função passa por zelar pela regularidade e confiabilidade destas informações, e com este objetivo, a Comissão, normatiza e persegue a sua padronização.

A Lei atribui ainda à CVM competência para apurar, julgar e punir irregularidades eventualmente cometidas no mercado. Diante de qualquer suspeita a CVM pode iniciar um inquérito administrativo com o objetivo de identificar o responsável por práticas ilegais, oferecendo-lhe, a partir da acusação, amplo direito de defesa.

O Colegiado tem poderes para julgar e punir o faltoso. As penalidades que a CVM pode atribuir vão desde a simples advertência até a inabilitação para o exercício de atividades no mercado, passando pelas multas pecuniárias.

A CVM mantém, ainda, uma estrutura especificamente destinada a prestar orientação aos investidores ou acolher denúncias e sugestões por eles formuladas.

Quando solicitada, a CVM pode atuar em qualquer processo judicial que envolva o mercado de valores mobiliários, oferecendo provas ou juntando pareceres. Nesses casos, a CVM atua como "amicus curiae" assessorando a decisão da Justiça.

Em termos de política de atuação, a Comissão persegue seus objetivos através da indução de comportamento, da auto-regulação e da auto-disciplina, intervindo efetivamente, nas atividades de mercado, quando este tipo de procedimento não se mostrar eficaz.

No que diz respeito à definição de políticas ou normas voltadas para o desenvolvimento dos negócios com valores mobiliários, a CVM procura junto a instituições de mercado, do governo ou entidades de classe, suscitar a discussão de problemas, promover o estudo de alternativas e adotar iniciativas, de forma que qualquer alteração das práticas vigentes seja feita com suficiente embasamento técnico e, institucionalmente, possa ser assimilada com facilidade, como expressão de um desejo comum.

A atividade de fiscalização da CVM se dá pelo acompanhamento da veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participam e aos valores mobiliários negociados. Dessa forma, podem ser efetuadas inspeções destinadas à apuração de fatos específicos sobre o desempenho das empresas e dos negócios com valores mobiliários.

A CVM, em 2002, emitiu uma cartilha condensando o conjunto de melhores práticas corporativas, num manual simples voltado às empresas que acompanha, e também as demais empresas que busquem esta melhoria de suas práticas.

A própria instituição ressalta, no entanto, que tal documento realiza recomendações, e muitas delas estão além daquelas exigidas por lei e/ou pela própria CVM. Por isso, a sua

utilização é apenas altamente recomendável, mas não é, ainda, passível de punição, caso ausente.

No documento, a CVM (2002) buscou os conceitos de governança corporativa internacional mais adequados às características próprias da realidade brasileira. Para a instituição, a predominância de companhias com controle definido se estabelece como um dos fatores de destaque para esta seleção. A instituição ressaltou ainda que aqueles conceitos importantes de governança corporativa que porventura constem da estrutura legal no Brasil não seriam tratados nesta cartilha.

A cartilha se divide em uma breve introdução, na qual se define o termo governança corporativa, e em quatro capítulos subsequentes: transparência, conselho de administração, proteção a acionistas minoritários e auditoria e demonstrações financeiras.

O primeiro capítulo é intitulado: “Transparência: assembleias, estrutura acionária e grupo de controle”. Nele, a CVM discorre sobre a relação da companhia para com os seus acionistas, enfatizando questões referentes à Assembleia Geral, tais como a forma, o prazo para a sua convocação e o processo de votação. Em seguida, menciona como necessária também a acessibilidade de todos os detentores de ações, independente de sua classe, a todos os acordos de acionistas firmados, assim como àqueles nos quais a companhia seja interveniente e a relação geral dos acionistas da empresa. Tal proposição tem por intuito que todos tenham pleno conhecimento e possam fazer uma avaliação correta de seus direitos assim como do funcionamento da sociedade (CVM, 2002).

Em seu segundo capítulo, “Estrutura e responsabilidade do Conselho de Administração”, são analisadas questões referentes a esta instância da companhia. Define-se sua principal função enquanto órgão protetor dos interesses dos acionistas na operação da empresa não só no sentido de retorno de seu investimento como também de geração de valor para a companhia e para a sociedade. Define-se também sua composição ótima, prevendo para tanto entre cinco e nove membros. Além disso, estabelece como um ano o prazo ideal para o seu mandato, e seu regimento, com procedimentos sobre suas atribuições e periodicidade mínima das reuniões, além de dispor sobre comitês especializados para analisar certas questões sensíveis a Companhia dando à elas mais profundidade, e realizar a avaliação formal do desempenho do executivo principal.

A CVM (2002) recomenda ainda a inclusão no conselho de preferencialistas com participação relevante na Companhia, e faz firme distinção entre o cargo de presidente do conselho e presidente da diretoria.

No capítulo de “Proteção a Acionistas Minoritários”, é posto que as decisões de alta relevância, tais como a aprovação de laudo de avaliação de bens que serão incorporados ao capital social, a alteração do objeto social; a redução ou não distribuição do dividendo obrigatório; fusão, cisão ou incorporação; e transações relevantes com partes relacionadas sejam não só deliberadas pela maioria do capital social, como que a cada ação corresponderá um voto, independente de classe ou espécie (CVM, 2002).

Além disso, a CVM (2002) enfatiza que o *tag along* seja extensivo a 100% para todos os acionistas, em oferta pública. No que tange a transações com partes relacionadas, as mesmas devem ser claramente especificadas e devem ser cobradas taxas de mercado. Por fim, a Comissão aponta que o estatuto da companhia deve estabelecer que as divergências entre acionistas e controladora ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários serão solucionadas por arbitragem, e que a Companhia deve evitar que o número de preferenciais seja maior ou igual a 50% do seu capital social (CVM, 2002).

Por fim, no capítulo nomeado “Auditoria e Demonstrações Financeiras”, a CVM (2002) trata da disponibilização das informações relacionadas ao desempenho da companhia, dando ênfase na confiabilidade que utilização de uma auditoria independente estabelece. Nesse sentido, afirma que em conjunto com as demonstrações financeiras, a companhia deve divulgar relatório preparado pela administração com a discussão e análise dos fatores que influenciaram preponderantemente o resultado, indicando os principais fatores de risco a que está sujeita a companhia, internos e externos. Aponta a necessidade também de se ter um Conselho Fiscal, definindo não só o seu número adequado como estabelecendo os direitos dos acionistas na sua eleição (CVM, 2002).

A Comissão trata ainda do relacionamento com o Auditor Independente, a ser supervisionado pelos Comitês Fiscal e de Auditoria, se houver, e sem que haja a interveniência da diretoria.

A auditoria deve constar do cadastro da CVM, e deve-se buscar ser proibido, ou pelo menos restringir, a contratação do auditor da companhia para outros serviços que possam dar origem a conflitos de interesse. As práticas de boa governança recomendam a completa independência dos auditores como requisito da qualidade de sua atuação (CVM, 2002).

O acesso a informações é destacado neste capítulo também como primordial, devendo estar disponível a qualquer momento e sem limitações, desde que não viole qualquer sigilo imposto por Lei. Deve-se buscar analisar, além das demonstrações em si as recomendações

dos auditores, uma vez que estas servem de contribuições relevantes para a melhora da governança da companhia para os próximos exercícios.

A CVM (2002) sugere a adoção integral não só dos princípios de contabilidade em vigor no Brasil, como também das normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo International Accounting Standards Board –IASB, uma vez que está francamente caminhando para a formação de um padrão internacional de contabilidade, assim facilitando os diversos investidores ao redor do mundo a mensurar os seus potenciais investimentos independente do país em que se situe.

Cabe destacar que a CVM (2002) sugere para as empresas de menor porte, para as quais acredita que o custo de produzir as demonstrações em padrões internacionais seja demasiado elevado comparativamente ao seu porte, devem ao menos incluir uma demonstração de fluxo de caixa.

#### 3.4.2.2.2. Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC

Outro relevante órgão no estabelecimento de normas de conduta de informações que comprometem o bom desempenho dos aspectos de governança corporativa é o Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) foi idealizado a partir da união de esforços das entidades: ABRASCA; APIMEC NACIONAL; BOVESPA; Conselho Federal de Contabilidade; FIPECAFI; e IBRACON, buscando atender as demandas de convergência internacional das normas contábeis (redução de custo de elaboração de relatórios contábeis, redução de riscos e custo nas análises e decisões, redução de custo de capital); centralização na emissão de normas dessa natureza (no Brasil, diversas entidades o fazem); representação e processo democráticos na produção dessas informações (produtores da informação contábil, auditor, usuário, intermediário, academia, governo).

Criado pela Resolução CFC nº 1.055/05, o CPC trabalha basicamente com a produção de pronunciamentos técnicos, orientações, e interpretações, sendo os Pronunciamentos Técnicos obrigatoriamente submetidos a audiências públicas, e em alguns casos as Orientações e Interpretações. Estes produtos têm por objetivo:

"o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e

uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais" (CPC, 2009).

Não há, por parte deste comitê, um documento consolidado versando sobre as melhores práticas de governança, mas sua regulação se faz a partir dos inúmeros pronunciamentos divulgados pelo CPC, normalmente ligados às informações contábeis e financeiras disponibilizadas pela companhia.

Dentre os pronunciamentos realizados em 2008, grande parte deles refere-se à aplicação da Lei 11.638/2007, referentes à adequação das normas contábeis aos padrões internacionais.

#### 3.4.2.2.3. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC

Em 1999 constituiu-se no Brasil o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – o IBGC, com o propósito de ser uma referência nacional em governança corporativa, com responsabilidade de difundir os conceitos e práticas assim fomentando práticas e discussões sobre o tema no país. Hoje, o IBGC tem respeito e apoio internacional e é um balizador de suas práticas no Brasil (IBGC, 2009).

Seu principal instrumento de disseminação das práticas de governança corporativa é o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, cujo lançamento se deu em maio daquele ano. O código, de maneira geral, está diretamente alinhado aos propósitos estabelecidos pela OECD e à teoria da agência, tendo forte viés sobre a proteção dos acionistas minoritários.

O documento sofreu duas revisões por conta das diversas alterações ocorridas no cenário interno e externo brasileiro e chega a sua terceira edição em 2003, mais abrangente, focada na competitividade e na estruturação para o incentivo a entrada no mercado de capitais.

O Código se divide em seis capítulos, por temática, assim distribuídos: questões de propriedade, conselho de administração, aspectos de gestão, auditoria independente, conselho fiscal, conduta e conflitos de interesses. Em todos os capítulos tem-se como pilares os princípios de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

A seguir, buscar-se-á resumir, dentre as inúmeras propostas presentes no documento, aquelas que são relevantes no âmbito deste trabalho.

No capítulo “Propriedade” são definidos os sócios enquanto detentores de ações da companhia, assim como a forma de relacionamento entre eles, por meio de acordo formal e registro e os aspectos necessários para a realização de assembléia geral, tal como prazos, informações a serem disponibilizadas, representatividade entre outros (IBGC, 2003).

O capítulo versa também sobre questões de aquisição e transferência de controle, cujo direito de preferência deve ser estendido a todos os sócios da companhia. Da mesma forma, são estabelecidas como matérias de estatuto as suas condições de saída. Define-se ainda sua conduta, remarcando a proibição de uso de informação privilegiada, definindo também a hora e forma correta de divulgação de informações relevantes. Em especial, este fragmento discorre ainda sobre a necessidade de serem estabelecidos conselhos de família para sociedades familiares com forte presença na cultura da empresa. É ainda tratada neste capítulo a forma de arbitragem para resolução de conflitos e a necessidade da maior dispersão possível das ações em circulação, incentivando desta forma a pulverização do capital da companhia (IBGC, 2003).

No capítulo seguinte, intitulado “Conselho de Administração”, reforça-se a necessidade de toda sociedade ter um conselho de administração, independente da sua forma de organização, dada a sua missão de primar pelo patrimônio e pelos interesses da companhia por meio de sua competência de definição de estratégias para a empresa. Alinhada a esta competência acresce-se outras três: a de estabelecer a composição da diretoria e demais executivos, o acompanhamento de riscos da companhia e garantir a qualidade e confiabilidade das informações e do relacionamento com a auditoria (IBGC, 2003).

Considera-se ainda como uma prática aconselhável a manutenção de um conselho consultivo e de comitês especializados para assistir o Conselho em questões específicas. Em especial, cabe destacar o incentivo à criação do comitê de auditoria, com o objetivo de ter as demonstrações financeiras gerando dados neutros e conseqüentemente, controles internos confiáveis (IBGC, 2003).

Neste capítulo é ainda definido o papel do Presidente do Conselho enquanto elemento condutor deste órgão. Recomenda-se, para um melhor desempenho e defesa dos interesses da companhia, que sejam separadas as funções de presidência do conselho e do executivo principal, e a profissionalização da companhia. São ainda tratadas questões referentes às qualificações e especificações da composição do conselheiro e escolha dos conselheiros, tal como o número, o preparo para a função, a idade e distribuição entre conselheiros internos, externos e independentes, assim como os procedimentos necessários à sua operacionalização.

Por fim, o documento estabelece este o órgão como responsável pelas interfaces com auditores independentes, conselho fiscal, e demais partes interessadas estratégicas para a companhia.

No capítulo terceiro do documento, “Gestão”, o IBGC (2003) define as competências da diretoria, em especial do executivo principal, de coordenar a implementação das estratégias definidas em conselho. Para tanto tem por principais responsabilidades: indicar diretores, estabelecer um relacionamento transparente com as partes interessadas e prestar as informações necessárias compatíveis com o público-alvo. Dentre os documentos que sintetizam tais informações está o relatório anual da administração, no qual são detalhados todos os aspectos relevantes daquele exercício. Além disso, deve-se produzir um código de conduta o qual deve ser utilizado por toda a sociedade.

Areladas ao desempenho destes executivos estão as políticas de avaliação e remuneração da companhia, que devem ser estruturadas de forma a estarem alinhadas aos objetivos estabelecidos, em especial através de planos de remuneração variável e opções de compra de ações (IBGC, 2003).

Em seguida, são apresentados dois capítulos curtos, versando sobre “auditoria independente” e “conselho fiscal”, nos quais são definidos os padrões de relacionamento destes com a companhia, sempre primando a transparência e neutralidade que estes geram aos dados da companhia (IBGC, 2003).

Por fim, o código do IBGC (2003) define os parâmetros de resolução de conflitos de interesse, ou seja, nas situações em que não há independência por parte de algum dos componentes deste contexto em relação à matéria em discussão. Tal fato pode levar a decisões motivadas por interesses distintos daquele da sociedade, e assim fugir às competências e missão destes membros.

Dá-se ênfase especial às operações com partes relacionadas, as quais devem estar dentro do parâmetro de mercado em termos de prazos, taxas e garantias. Além disso, devem aparecer nos relatórios da sociedade, baseadas em laudos independentes, e serem impedidos os empréstimos em favor do controlador e das partes relacionadas, sendo o ente envolvido afastado das discussões (IBGC, 2003).

Segundo Viegas (2006), uma grande diferença entre o código publicado pelo IBGC e aqueles de origem internacional é que neste consta um escopo mais abrangente, que leva em consideração não só companhias abertas, mas também as empresas fechadas e até outras relações institucionais tais como cooperativas, e sempre aplicável. Além disso, se diferencia

do modelo anglo-saxão que se foca especificamente no corpo diretor como o elo fraco entre acionistas e agentes, e contempla todos os agentes envolvidos, isto é auditoria e conselho fiscal, administração dentre outros. A escolha para esta abrangência refletiu da crença de que o sistema de governança em seu todo deveria constar do código tendo em vista a configuração particular de poder constante do Brasil, em cujo controle da maioria das empresas encontra-se concentrado nas mãos do grupo controlador.

### 3.5. RESUMO DAS PRINCIPAIS PROPOSTAS DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Diante das diversas contribuições realizadas pela academia e pelos órgãos nacionais e internacionais de regulação e disseminação de melhores práticas de governança, pode-se estabelecer um primeiro mapeamento das principais práticas visando a melhoria da governança corporativa das empresas brasileiras.

As práticas estão divididas a seguir divididas por tema a que se refere:

**Tabela 2: Principais Propostas**

<b>Temas</b>	<b>Propostas</b>
Conselho de Administração	Presença de independente, criação de comitês consultivos, influência e participação de minoritários, separação entre presidência do conselho e da diretoria
Transparência, auditoria e informações financeiras	Padronização, alinhamento às normas internacionais, qualidade da informação e independência da auditoria
Gestão de Executivos	Sucessão e profissionalização da gestão, utilização de remuneração variável e de <i>equity</i> atrelados a desempenho
Mecanismos externos de controle	Estruturação do arcabouço legal, atuação de órgãos reguladores e dos agentes financiadores, desenvolvimento do mercado de capitais
Assembléias Gerais	Prazo para participação, disponibilidade dos dados, estrutura acionária, estruturação da reunião, mecanismos de proteção a minoritários, poder de voto e veto

## CAPÍTULO 4 - ESTRUTURA DE CAPITAL E GOVERNANÇA NO BRASIL

A realidade de cada país, como se observou anteriormente, seu contexto jurídico, e a evolução de seu mercado e mecanismos de financiamento podem estabelecer influências relevantes sobre a forma como a governança incide sobre as suas empresas, assim como determinar quais as melhores práticas segundo as necessidades deste contexto específico.

Desta forma, é essencial que se compreenda sob qual contexto este arcabouço teórico irá incidir. Por isto, neste item se fará uma exposição sobre a forma pela qual as pequenas e médias empresas estão estruturadas no Brasil e apresentar os principais agentes envolvidos no financiamento de sua expansão.

### 4.1. PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Cerca de 6,1% das quase 4,2 milhões de empresas brasileiras hoje são pequenas ou médias sendo outros 93% de microempresas, e as demais grandes empresas, segundo seu faturamento (SEBRAE, 2005). Estas PME são responsáveis por 31% dos empregos formais gerados no Brasil, trabalhando basicamente nos setores de comércio e serviços, com aproximadamente 80% do total de empresas, e outros 14% em indústria. Aproximadamente 75% destas empresas se localizam no Sul e Sudeste (SEBRAE, 2005), sendo que destas a grande maioria composta de empresas familiares.

Segundo o SEBRAE (2007), houve uma evolução recente da situação destas empresas, motivada basicamente por dois fatores.

O primeiro deles, segundo a entidade, é a redução e controle da inflação e a redução gradativa da taxa de juros, acompanhado do aumento do crédito e do consumo, em especial para as classes mais baixas. Tais fatos somados estimularam a abertura e consolidação dos negócios no Brasil (SEBRAE, 2005).

Ademais, citou-se a melhora da qualidade empresarial, no intervalo de tempo entre a versão anterior deste relatório e os resultados atuais. Os empresários que têm curso superior completo ou incompleto já são 79% do total, e aqueles com experiência anterior em empresa privada subiram de 34% para 51%, o que se supõe torná-los mais capacitados para exercer suas funções na empresa (SEBRAE, 2007).

Estas empresas são relativamente novas, com controladores claramente definidos, e altamente personalizadas. A idade média destes executivos encontra-se em torno de 38 anos, e estes normalmente ainda estão envolvidos aos seus negócios, exercendo cargos diretivos. Tal aspecto em especial gera uma dificuldade maior no processo de sucessão e profissionalização, uma vez que seus negócios são muito dependentes de sua figura carismática (SEBRAE, 2007).

Esses empresários, mais bem qualificados, num ambiente econômico favorável, passaram a dispor de tempo para dar atenção os detalhes da gestão de suas empresas, com maior preocupação em relação ao planejamento e em outros aspectos operacionais voltados à qualidade organizacional (SEBRAE, 2007).

Uma das grandes dificuldades enfrentadas pelas pequenas e médias empresas está nas restrições orçamentárias que enfrentam para o seu crescimento (LA ROVERE, 2000), com boa parte de seu capital de giro e ativos fixos sendo financiados por capital próprio e lucros reinvestidos, em especial àquelas de menor porte (SEBRAE, 2007). Tal restrição, além de limitar a competitividade de seu sistema produtivo, dificulta a implantação de sistemas gestão mais robustos e a contratação de profissionais para a composição de uma equipe experiente capacitada para tomar decisões estratégicas, decisivas para a melhora de seu fluxo financeiro e desempenho.

Em recente estudo realizado pela Deloitte para a Revista Exame Pequenas e Médias Empresas (2008), foram selecionadas dentre uma amostra inicial de dez mil pequenas e médias empresas brasileiras, as cem empresas que apresentaram as maiores taxas de crescimento entre 2005 e 2007. A partir da resposta destas empresas sobre suas perspectivas, entraves, e ações estratégicas, o documento se propõe a traçar diretrizes que sirvam de norte para as demais PME que buscam o crescimento acelerado de suas atividades.

Mais uma vez elas aparecem em sua maioria localizadas no sul e Sudeste, com grande concentração de propriedade, muitas destas em grupos familiares, com taxas de crescimento de aproximadamente 40% ao ano. Por outro lado, no que tange ao grau de complexidade de seus sistemas de gestão, a pesquisa apresenta dados surpreendentes, uma vez que as empresas apontam já terem algum tipo de movimento interno de aprimoramento de suas práticas de gestão e governança em curso, e apontam a melhora de seus mecanismos de governança como o principal aspecto a ser trabalhado na companhia nos próximos três anos (DELOITTE, 2008).

Além do mais, aproximadamente um terço delas já possui conselho ativo e a metade já dispõe de auditoria independente. Tais informações são reveladoras uma vez que à exceção de uma empresa, estas não estariam obrigadas a realizar tais controles, mostrando que a adoção dessas práticas é fruto de movimento ativo de seus empresários no sentido de profissionalizar a gestão de seus negócios (DELOITTE, 2008). Apesar de não mencionado no estudo, a presença destes aspectos também pode ser ter sido influenciada por muitas delas contarem com fundos de investimento, os quais estabelecem a implantação desses mecanismos como exigência para o seu aporte de capital na companhia.

Quando indagados sobre os motivos de implementarem tais práticas de governança, os executivos citaram, nesta ordem: garantir a sustentabilidade e o crescimento de seus negócios, a geração de valor para a empresa, dar mais transparência aos investidores e demais interessados, preparar-se para acessar ao mercado de capitais, adequar-se aos padrões internacionais de mercado, administrar conflitos de interesse e, por fim, atender a exigências regulatórias (DELOITTE, 2008).

No entanto, este é, segundo a pesquisa, um movimento recente, uma vez que poucas delas se consideram num estágio maduro de implantação de práticas de boa governança.

Outro ponto ressaltado pela pesquisa da Deloitte (2008) refere-se à questão de captação de recursos destas empresas, considerado um elemento essencial para o seu desenvolvimento. De modo geral, as empresas já não consideram ter uma dificuldade de oferta de crédito em si, mas de obstáculos à concessão tais como a exigência de garantias, e taxas ainda muito onerosas e incompatíveis ao seu nível de receita. Ademais, as empresas ainda observam um desconhecimento, por parte dos agentes financiadores, de sua realidade particular.

Dentre outros entraves ao seu crescimento, estas companhias apontam assuntos relacionados à esfera governamental tais como a redução da carga tributária, legislação trabalhista e a burocracia. Além destes itens, é citado como ponto sensível a atração e retenção de talentos (DELOITTE, 2008).

Quanto às suas perspectivas futuras, considerando um horizonte de 3 a 5 anos, cabe ressaltar que a melhora de governança foi apontada como o movimento mais relevante a ser realizado por estas empresas. Além do mais, esta priorização da governança apresentou uma evolução frente à última pesquisa realizada, uma vez que passou a constar da resposta de 43% entrevistados, frente aos 15% da versão anterior da pesquisa (DELOITTE, 2008).

## 4.2. ESTRUTURA DE CAPITAL E IMPACTOS SOBRE A GOVERNANÇA DA PME BRASILEIRA

### 4.2.1. Alternativas de financiamentos para PME

Como pôde se observar anteriormente, as empresas de pequeno e médio porte em expansão são altamente demandantes de recursos para promover o crescimento e sustentabilidade de seus negócios.

A captação de recursos, por sua vez é, para Schmitt (2002), um fator determinante no sistema capitalista e na atividade empresarial, por viabilizar condições de crescimento a velocidades superiores à da geração de recursos interna (sócios originais e caixa da empresa).

Assim, a opção por fontes de capital ou fontes de financiamento externo passam a ser necessárias, pois criam as condições para a realização dos planos de expansão dos negócios e o crescimento e perenidade da empresa no longo prazo (SCHMITT, 2002).

Por isso, a estrutura de capital é determinante em limitar a obtenção de vantagem competitiva da empresa, dado que dita o ambiente de captação de recursos no qual as ações são ou serão tomadas (GHOBADIAN E O'REGAN, 2006).

Segundo a teoria da agência, a estrutura de capital pode ser encarada como reflexo do comportamento do agente e conseqüentemente da avaliação e resposta do investidor ou credor frente a este comportamento (FAMÁ E GRAVA, 2000)

Neste sentido, conforme destacam Abor e Adjasi (2007), os sistemas de governança são pensados como sendo mecanismos para estabelecer a natureza da propriedade e controle de uma organização numa economia. Desta forma, o impacto da estruturação da governança corporativa ocorre por meio do seu efeito no caminho em que as companhias são possuídas, a forma na qual elas são controladas e o processo pelo qual as mudanças em sua propriedade e controle são estabelecidos.

Por isso, segundo estes autores, a adoção de melhores práticas de governança pode vir a beneficiar as empresas levando a um melhor acesso a financiamento, menor custo de capital, melhor performance e por conta de um tratamento mais favorável a todos os seus *stakeholders*.

Observa-se ainda que, em grande parte dos países emergentes, e especificamente no Brasil, há um contingente considerável de pequenas e médias empresas com acentuado nível de crescimento, cuja característica predominante é a concentração de propriedade e o controle

acionário definido (RABELO, 2007). Além disso, o país se enquadra na definição de Zysman (2000) como um mercado fortemente baseado em crédito, contando com mercado de capitais ainda incipiente.

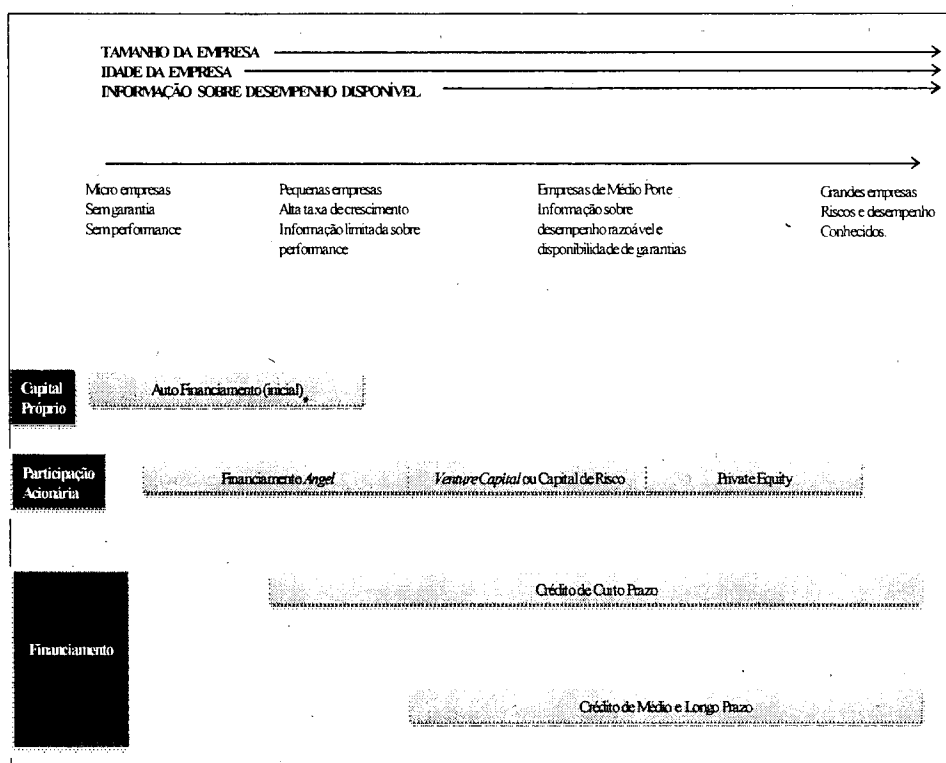
Sob este ponto de vista, é necessário compreender como se compõe a estrutura de capital advinda dessas escolhas de captação, assim como os impactos destas sobre os mecanismos de governança das empresas.

Segundo Dami et al. (2006), as causas que definem uma determinada estrutura de capital estão relacionadas aos fatores que determinam o seu grau de concentração, tais como a regulação e a instabilidade do mercado, o tamanho da empresa, o tipo do acionista controlador e a sua estrutura de capital.

Berger e Udell (1998) afirmam que é possível observar as firmas dentro de um paradigma de ciclo de crescimento, no qual diferentes estruturas de capital são necessárias de acordo com os diferentes pontos de seu ciclo de crescimento, definido pelo tamanho e pela idade das companhias. No entanto, os autores definem que independente do estágio de vida em que a empresa se encontra, suas estruturas serão sempre uma combinação de participações acionárias e mercados de dívida.

A Figura 1 a seguir sintetiza os estágios de crescimento das empresas e quais canais de financiamento passam a ser disponíveis ao longo do tempo. Parte-se do pressuposto que o crescimento da empresa e a maturidade correspondem a um aumento da informação da mesma ao mercado e a existência de real desempenho em termos amplos, considerando aspectos de ordem mercadológica, financeira e de gestão.

**Figura 1: Ciclo de financiamento das empresas**



Fonte: Berger e Udell (1998)

Ao observar a figura, fica claro que os primeiros financiadores do crescimento da empresa são os próprios sócios. Nesse estágio pré-operacional é normalmente relacionado ao desenvolvimento do produto ou serviço a ser ofertado no mercado. Somente a partir do início da prospecção e comercialização, ou ainda de um crescimento significativo de suas operações, é que as demais formas de financiamento da empresa são normalmente utilizadas, dado que a empresa já possui um ativo negociável (BERGER E UDELL, 1998).

É neste momento então que a entrada de novos agentes na estrutura de capital da empresa estabelece os problemas de agência. É importante, portanto entender como se dá cada uma destas formas investimento, quais as vantagens e desvantagens de assumi-las. Desta forma, será possível mapear quais as suas demandas com relação aos instrumentos de governança corporativa para as companhias nas quais se fazem presentes.

Dentre as opções disponíveis para viabilizar a expansão das empresas está o empréstimo. Nesta modalidade, a empresa contrai uma dívida, normalmente junto a instituições financeiras, de curto ou longo prazo, tomando emprestada uma determinada quantia à contrapartida do pagamento deste valor em uma data futura acrescida do pagamento de juros, os quais servem para recompensar o credor pelo esforço do empréstimo.

Nesta modalidade, a relação contratada a princípio, é de credor, o que representa uma ingerência limitada sobre a empresa no sentido da influência sobre seus processos de gestão.

Suas expectativas são estabelecidas *a priori* por contrato, cujas cláusulas são bem detalhadas.

Em relação às vantagens da opção pelo financiamento, pode-se apontar os efeitos tributários (MODIGLIANI e MILLER, 1956), uma vez que as despesas financeiras são dedutíveis do imposto de renda a ser descontado do lucro líquido.

Outro aspecto vantajoso desta relação é que a menor ingerência é mais confortável ao gestor e ao acionista, uma vez que a interferência sob seus planos é menor, e mais atreladas a capacidade de pagamento que à geração de valor da companhia.

Como desvantagens decorrentes deste modelo pode-se citar a contrapartida desta menor ingerência, uma vez que a menor participação não contribui para a melhora de aspectos que poderiam elevar a performance da companhia (SCHMITT, 2002). Além do mais, a relação que se estabelece é de cobrança e não de parceria, o que algumas vezes gera desgaste no relacionamento entre esses entes.

Cabe destacar que, para fins de prestação de contas, o financiamento exige uma série de controles, que normalmente são realizados de maneira informal pela companhia. Logo, a inserção de credores em sua estrutura de capital acaba por elevar os seus custos para controle, o que se observará de forma ainda mais intensificada no caso da entrada de investidores externos (JENSEN E MECKLING, 1976).

Por conta de sua estrutura pré-estabelecida e padronizada, os financiamentos geram pouca possibilidade de negociação e revisão. Além disso, por terem um tempo pré-determinando de carência e amortização, acabam por pressionar o desempenho e caixa da companhia (NINI ET AL., 2008).

Soma-se que nesta modalidade há, para fins de redução de risco da instituição financeira, o lastreamento do empréstimo à constituição de garantias. Tal solicitação é muitas

vezes inviável para empresas de menor porte, principalmente aquelas intensivas em capital humano (PINTO, 1997).

Segundo Salsami (2007) a dívida pode servir como um sistema de governança do momento que os administradores, quando não atendem às expectativas de desempenho satisfatórias para a companhia, acionam os *covenants*, ou gatilhos, presentes no contrato de financiamento firmado entre a empresa e a instituição credora. Estes instrumentos permitem que os credores passem a ter direito sobre os colaterais oferecidos como garantia ou toma medidas legais para cobrar a dívida, tal como descrito anteriormente nas alterações das disposições da lei de recuperação judicial. Deste modo, a existência destes mecanismos e a vigilância dos credores sobre o seu cumprimento criam um benefício, dado que reduzem os custos de agência para acionistas e sociedade em geral. Reduzem também o incentivo a projetos de valor presente líquido negativo e força a venda de ativos desnecessários.

O estudo recente de Chavas e Roberts (2007), utiliza como elemento de análise o uso de gatilhos em contratos para mostrar de que forma intercorrências no processo de financiamento, em especial a violação de gatilhos financeiros, podem afetar o fluxo de investimentos das companhias, assim demonstrando que as principais expectativas desta modalidade de captação de recursos recai no que tange a saúde financeira e performance da companhia.

Segundo os autores, os gatilhos permitem a mitigação de problemas de agência e indicam quais desalinhamentos são inaceitáveis a esta modalidade de capital de terceiros, e destacam a importância da presença de gatilhos financeiros nesta decisão. Além disso, pela sua presença constante deste mecanismo nos contratos de financiamento, independentemente da modalidade de empresa contratante, pode-se com certa segurança, generalizar a efetividade do mecanismo estudado (CHAVAS E ROBERTS, 2007).

Conclui-se que há uma forte correlação na redução de investimento nas situações em que os problemas de agência e de assimetria de informação especificamente estão presentes (CHAVAS E ROBERTS, 2007).

A dispersão da dívida também pode trazer problemas à empresa em uma situação de dificuldade de pagamento. Segundo Shleifer e Vishny (1997), a complexidade da negociação da dívida tende a aumentar quanto maior o número de credores individuais em comparação a um único grande credor.

Observando a constituição e argumentos expostos, é possível delimitar as expectativas de credores em relação às companhias devedoras, que conforme mencionado recai sobre a capacidade de pagamento das empresas.

Em 2005, foi realizado pela Federação Latinoamericana de Bancos - FELABAN e o Fundo Multilateral de Inversões do Banco Interamericano de Desenvolvimento - FOMIN/BID um estudo sobre a predisposição das entidades financeiras da América Latina e Caribe em oferecer financiamento para pequenas e médias empresas. Para tanto, foram pesquisadas pela consultoria D'Alessio IROL 111 entidades bancárias da região.

Segundo as entidades entrevistadas foram apontados como principais problemas a falta de disponibilidade de informações e a ausência de garantias reais a serem oferecidas em contrapartida ao crédito, o que aumenta de maneira relevante o risco da concessão de crédito.

Este e outros fatores apontados encontram-se organizados a seguir:

**Tabela 3: Principais problemas para o crédito para a PME**

<b>Problema de avaliação de crédito para PME (%)</b>	
<b>Principal Problema</b>	<b>%</b>
Falta de disponibilidade de informação (demonstrações financeiras)	65
Falta de garantias reais	63
Grau de informalidade	41
Histórico negativo do cliente	35
Dificuldade por ser uma empresa familiar (alta dependência da gestão do dono)	32
Falta de detalhamento do projeto a financiar	29
Risco do setor da PME	28
Regulação externa do Banco (organismos de controle bancário, fiscais etc.)	20
Capacidade de pagamento	19
Desconhecimento sobre o funcionamento do crédito por parte dos diretores da empresa	9
Qualidade de pagamento do beneficiário	8
Tempo necessário para avaliar um crédito	3
Falta de metodologia adequada p/ processar créditos	3

Fonte: FRELABAN e FOMIN/BID (2005)

Em decorrência da elevada presença destes problemas entre as pequenas e médias empresas atendidas, os entrevistados apontam como resultado recorrente o oferecimento de

créditos comerciais prioritariamente no curto prazo e a elevação das taxas de juros para sua efetivação (FRELÁBAN e FOMIN/BID, 2005).

A maioria dos entrevistados destacou que vem se especializando neste nicho de mercado, buscando tanto capacitação técnica e estruturação organizacional quanto a adequação de seus produtos para a realidade destas empresas. Os entrevistados afirmam também que há uma perspectiva positiva de negócios com o setor para os próximos anos (FRELÁBAN e FOMIN/BID, 2005).

#### 4.2.1.2. Participação Societária

Diferente do financiamento, a participação refere-se ao investimento de determinada quantia cuja contrapartida, ao invés de prever o recebimento de juros, corresponde a um determinado percentual da companhia, de acordo com o seu valor aferido pelo potencial investidor.

Cabe destacar que no caso de pequenas empresas, em especial aquelas inovadoras e de base tecnológica, tal forma de captação de recursos é normalmente mais interessante, uma vez que os métodos de análise financeira tradicionalmente utilizados tornam o financiamento do processo de inovação, caracterizado pela incerteza e por longos prazos de maturação, extremamente difícil (PINTO, 1997).

Enquanto empresas de maior porte têm acesso ao mercado financeiro e podem se financiar a partir de seu próprio caixa, as pequenas e médias empresas têm dificuldades para devido à grande incerteza envolvida no seu desempenho futuro. Desta forma, mesmo que consigam empréstimos, estes são realizados a taxas de juros elevadas e prazos curtos. As saídas de caixa destinadas ao pagamento de juros, resgates e amortizações são encargos onerosos para empresas jovens, que requerem substanciais influxos de capital durante os estágios iniciais de crescimento (SCHMITT, 2002).

A participação acionária, por outro lado, por corresponder a uma relação de mais longo prazo e de parceria com as empresas nas quais se estabelece, é mais adequada a estas operações que apresentam elevado risco. Isto por que a participação acionária traz consigo instrumentos que permitem participação de acionistas em resultados futuros, os quais espera que alcancem patamares excepcionalmente favoráveis e assim remunerem os acionistas (SCHMITT, 2002).

Em pesquisa realizada por Smith (2001) com 415 empresas listadas no relatório Price Waterhouse National Venture Capital Survey, foram levantados os principais valores percebidos pelos empresários na avaliação dos investimentos de capital de risco. O autor observou elementos e características relacionadas ao investimento/investidor de risco, avaliando principalmente o critério de seleção de investidores de risco e o nível de satisfação enquanto sócios.

O aspecto de reputação do investidor, que engloba seu histórico de investimentos de sucesso em outras empresas e perfil compatível com a cultura da empresa, destacou-se como o mais importante no processo decisório. Elementos como volume de capital administrado, conhecimento setorial e financeiro sobre as fases de investimento, participação na formulação estratégica, monitoramento do desempenho da companhia, gerenciamento de crises e outros foram apontados como tendo certa importância no processo, mas em grau ligeiramente inferior.

Segundo Schmitt (2002), as relações de investimento, em especial no que concerne a capital de risco, apresentam como características:

- Existência de contratos de investimento (normalmente acordos de acionistas) entre as partes, restringindo a liberdade do empresário;
- Participação do investidor no conselho de administração da empresa investida ou outros órgãos especialmente criados com o objetivo direto ou indireto de monitoramento;
- Utilização de diferentes tipos de ativos mobiliários, com preferência a favor do investidor; e,
- Utilização de mecanismos de desempenho alinhados aos interesses das partes como forma de incentivo ao gestor.

É natural, que as diferentes utilidades detidas por acionistas majoritários e minoritários levem a divergências em relação às perspectivas de resultados, crescimento e remunerações correspondentes, o que se desdobra em divergências quanto a fixação e a cobranças de metas por parte destes sobre o empreendedor ou gestor (JENSEN E MECKLING, 1976).

As características acima descritas são mecanismos particulares utilizados por estes investidores minoritários em empresas fechadas para a superação deste conflito de agência. Tais procedimentos, do ponto de vista do empreendedor, podem ter por desvantagens a

intensa participação e interferência dos demais sócios, o aumento de custos e a burocratização do processo decisório.

Em especial, a participação ativa dos investidores institucionais no monitoramento do desempenho da gestão das empresas em que participam é considerado um movimento recente. No passado, investidores de *private* e *venture capital* tendiam, ao se descontentarem com o desempenho da empresa, a vender suas ações como forma de demonstrar sua insatisfação (GARCIA, 2005).

A reformulação desta postura teve origem nos Estados Unidos sob a liderança dos grandes Fundos de Pensão, como a Calpers, a TIAA-Cref e alguns gestores de investimento (GARCIA, 2005).

A partir de então, participações acionárias relevantes de investidores passaram a criar um incentivo para a monitoração constante da gerência das companhias. O trabalho de acompanhamento e monitoração da administração das empresas e o efetivo exercício do direito de voto nas assembleias, discutindo e votando as propostas apresentadas e sugerindo alterações, implicam novos e elevados custos tanto para as companhias quanto para os investidores institucionais (GARCIA, 2005).

Nos mercados mais desenvolvidos, como o norte-americano, a participação dos investidores institucionais, com destaque para os Fundos de Pensão, teve um papel crucial no aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa nas companhias daquele país. Por meio de uma atuação efetiva na fiscalização das decisões tomadas pelos administradores das empresas nas quais participavam, estes acionistas foram precursores do que hoje é conhecido como “acionistas militantes” (BORGES E SERRÃO, 2005).

De forma geral, constata-se como positivo o impacto da entrada de novos investidores no crescimento da empresa. Sua entrada representa não só um aporte de capital na companhia, mas também a possibilidade de contribuições na orientação de negócio, além do monitoramento profissional e do auxílio estratégico nas decisões propiciem a empresa uma maior capacidade de crescimento. (HELMANN E PURI, 2000).

Há ainda o efeito catalisador de crescimento advindo da sua presença e interferência na companhia em busca de seu mecanismo de saída, em especial no caso de fundos de investimento, cujos prazos e limites estão contratualmente determinados.

Isto porque se supõe que a presença de um investidor pode ser representativa no processo decisório do empresário em função da validação que o mesmo representa em relação a outras fontes de recursos do mercado, como por exemplo clientes, fornecedores ou bancos.

O investidor, ainda mais quando possui perfil especialista e orientado, pode - na visão do empresário - catalisar outros aspectos fundamentais ao crescimento e desenvolvimento da empresa (SCHMITT, 2002).

No entanto, caso os resultados superem expectativas orgânicas de crescimento, mais terá de ser cedido ao acionista minoritário sob a forma de dividendos e no caso de futura recompra de ações ou em caso de venda para investidor estratégico, o que significa um ônus extra ao controlador (SCHMITT, 2002).

Abor e Biekpe (2007) apontam como outra vantagem da participação acionária, a profissionalização da empresa, uma vez que a participação do minoritário, em especial nos conselhos e órgãos consultivos, permite agregar valor ao seu investimento através de sua experiência, relacionamento e aconselhamento estratégico, além do capital investido. Isto, no entanto, está relacionado à tomada de decisão do empresário de absorver, além do capital, um investidor ativo e que objetive a geração de valor.

Cabe destacar também o aumento na capacidade de inovação da empresa por meio da flexibilização de sua estrutura de capital. O ingresso de um novo investidor disposto a risco, em função da característica de monitoramento do investimento, exerceria uma pressão positiva na empresa visando a busca constante de diferenciais competitivos de mercado e, conseqüentemente, de valor. Essa busca estaria orientada à atração de novos recursos, à manutenção ou melhoria da posição econômica da empresa no seu mercado e perante seus concorrentes (KORTUM e LERNER, 1998).

Por fim, Abor e Adjasi (2007) constataam que a entrada deste novo investidor acarreta em custos para a atualização e manutenção dos mecanismos de governança por eles exigida. Dentre elas, destaca-se a manutenção de sistema de informação robusto para a disponibilização de informações e prestação de contas, a criação de conselhos e comitês, cuja estruturação também implica em custos para a companhia, além de representar a redução da possibilidade de controle e poder absoluto antes disposta pelo controlador (DAMI et AL., 2006).

## 4.2.2. Principais agentes envolvidos

### 4.2.2.1. Empréstimo

De modo geral, o financiamento é oferecido no Brasil por bancos comerciais, agências de fomento e bancos de desenvolvimento.

Até 2007, havia 156 bancos comerciais no Brasil, porém há um claro processo de concentração em curso num ritmo lento, porém constante, confirmando tendência mundial. O cenário de 2007 evidencia uma queda de 20% do número de bancos desde o ano de 2000 (FEBRABAN, 2008), e em 2008 duas grandes fusões marcaram o setor: Santander e ABN-AMRO Real, e Itaú Unibanco.

Segundo a Economática (2008), o ranking em valor de ativos dos dez principais bancos brasileiros se dispõe conforme a seguir:

**Tabela 4: Ranking do Setor Bancário**

Posição	Empresa	Total (Em R\$ bilhões)
1	Itaú + Unibanco	575,1
2	BB + Nossa Caixa	512,3
3	Bradesco	422,7
4	Santander	328,1
5	Caixa Econômica Federal	276,1
6	Banrisul	25,5
7	Nord Brasil	15,6
8	Bicbanco	13,2
9	Alfa Invest	12,8
10	Banestes	9,3

Fonte: Economática (2008)

### 4.2.2.2. Participação Acionária

No caso de pequenas e médias empresas, a participação normalmente não se dá via mercado acionário, isto é por meio de bolsa de valores ou balcão, mas pela entrada de investidor profissional na companhia, em fundos de *private equity*, para empresas médias

fechadas) e de *venture capital*, no caso de pequenas empresas inovadoras. Podem ser sócios privados, dentre os quais cabe destacar fundos de investimentos e investidores privados, e sócios públicos, sendo os principais os Fundos de Pensão, FINEP e o BNDES.

Para fins do presente trabalho, faz-se necessária a pormenorização do trabalho do BNDES no que tange à participação acionária, uma vez que este órgão servirá de subsídio para a fase de pesquisa de campo em item a seguir.

## CAPÍTULO 5 - METODOLOGIA DE PESQUISA

### 5.1. UNIVERSO E CORPO DE DADOS

Com o objetivo de analisar os principais problemas e melhores práticas de governança corporativa para pequenas e médias empresas brasileiras, foi utilizada como referência a atividade de renda variável voltada a pequenas e médias empresas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O Banco foi escolhido em função de sua postura pioneira na questão de desenvolvimento de mercado de capitais e de experiência com em participações em PME, muito anterior à atividade hoje desenvolvida pelos fundos de participação, realizada por meio do seu braço de participação, a empresa de participações BNDES Participações – BNDESPAR.

Em 1986 foram criadas as primeiras sociedades voltadas para o investimento via capital de risco, tendo os esforços anteriores neste sentido feito por meio do BNDES e FINEP.

A atividade do BNDES em capital de risco teve início em 1974 com a criação de três subsidiárias, a Insumos Básicos S.A. (FIBASE), a Mecânica Brasileira S.A. (EMBRAMEC) e a Investimentos Brasileiros S.A. (IBRASA), criadas dentro do segundo Plano Nacional de Desenvolvimento - II PND, implementado pelo governo Geisel, que objetivava, em um primeiro momento, a constituição dos setores intermediários e de bens de capital, essenciais para a estruturação do parque industrial brasileiro (PINTO, 1997).

Num segundo momento, em 1982, observou-se a necessidade de uma atuação mais ampla e não mais setorial. Deste modo, as três empresas foram unificadas, assim surgindo a BNDESPAR, com o propósito de capitalização de empresas nacionais a partir de participação societária de longo prazo com foco na geração de valor, sendo desta forma, uma, senão a única, das fontes de financiamento a projetos empresariais nacionais que não impliquem em custos proibitivos da alavancagem financeira junto a terceiros, de modo que suas diretrizes de atuação produzem efeitos marcantes no cenário de negócios brasileiro.

A BNDESPAR funciona como uma empresa de *private equity*, isto é, aplica a teoria do portfólio de modo a selecionar uma gama de empreendimentos com potencial de valorização. Após esta análise, aporta recursos na condição de investidor minoritário e adota uma postura atuante de monitoramento e/ou compartilhamento da gestão e se desfaz da

posição nas participadas ao término de um prazo previamente estipulado, preferencialmente no mercado secundário de ações, ao qual visa estimular.

A participação em empresas por parte do Banco sempre teve por um de seus principais fins incutir na prática empresarial brasileira, a utilização das boas práticas de governança corporativa, visto pelo Banco como um dos principais mecanismos garantidores de uma boa performance na incursão dessas empresas no mercado de capitais ao qual, como dito anteriormente, a BNDESPAR tinha por objetivo desenvolver (RETCHMAN ET. AL. 2004).

Em 1988, foi identificada pela equipe da BNDESPAR a necessidade de apoiar Pequenas e Médias Empresas por meio de capital de risco e foi realizado o primeiro investimento via renda variável neste segmento empresarial, no chamando Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas do BNDES.

Através desse programa o banco subscrevia ações ou debêntures conversíveis em ações – que lhe permitam participar de até 35% do capital futuro de empresas que desejassem abrir o capital, desde que tivessem registrado um faturamento líquido de até cem milhões de reais no último exercício, atuassem em nichos de mercado atraentes e com vantagens competitivas, tendo uma perspectiva de rápido crescimento e elevada rentabilidade. Fatores de ordem pessoal como o perfil do controlador e a qualificação, integridade e profissionalismo dos administradores também eram levados em conta.

Segundo Retchman et al. (2004), o fato do Banco ter entre suas condições de participação o comprometimento, por parte das empresas investidas de, no futuro, promover a abertura de seu capital no Novo Mercado da Bovespa constitui um enorme estímulo a utilização destas melhores práticas de Governança Corporativa. Isto porque, como dito anteriormente, tal segmento foi estruturando para conter um conjunto diferenciado de listagem de ações das empresas que estão realmente comprometidas com a boa governança.

Desde então, já foram realizados investimentos em 91 empresas. O investimento em empresas de pequeno médio porte é realizado pela BNDESPAR com o objetivo de viabilizar investimentos principalmente em empresas emergentes e inovadoras e estimular e disseminar boas práticas de governança corporativa no meio empresarial. Este aspecto ganha relevância, principalmente em se considerando que as participações da BNDESPAR normalmente são participações relevantes e possuem um acordo minuciosamente elaborado, o que permite um acompanhamento informal, porém bastante intenso destas participações.

Está por trás deste projeto a premissa de que o País com forte espírito empreendedor, porém com fontes escassas de apoio financeiro adequado. Por outro lado, sabe-se que por

todo o crescimento potencial do nosso mercado interno permite que ainda haja espaço para que algumas das PME de hoje sejam as grandes empresas do futuro (BNDES, 2008).

Por outro lado, os empreendedores parecem estar mais abertos e ver os aportes de capital como fonte de financiamento numa visão mais pró-ativa da captação de recursos, mais profissionais (BNDES, 2008).

A carteira de participação do Banco em pequenas e médias empresas apresenta uma grande diversificação setorial, cujos maiores investimentos se encontram em tecnologia de informação e alimentos.

O estudo, de forma geral, pretende definir quais os problemas de práticas e desenvolvimento das PME hoje que podem estar relacionados a questões de Governança Corporativa, de forma a reconhecer as limitações e necessidades de práticas de governança nesse contexto. Para tanto, utiliza-se de investigação da atuação do BNDES enquanto acionista minoritário em PME.

A partir deste levantamento, pretende-se definir as propostas de diretrizes para uma melhor aplicação da governança neste contexto, e, se possível, validação do modelo.

Para tanto, o primeiro passo se deu a partir da realização de um levantamento bibliográfico sobre os problemas enfrentados por pequenas e médias empresas e da proposição de melhores práticas de governança corporativa no Brasil e no mundo para este segmento. Num primeiro momento, recapitulação do conceito de governança corporativa e referencial teórico a ela relacionado, principais questões e levantamento dos conceitos para compreensão da sua aplicação às pequenas e médias empresas brasileiras, utilizando-se de amplo arcabouço teórico produzido no meio acadêmico.

Desta forma, foi realizada pesquisa em produções acadêmicas de governança corporativa e de pequenas e médias empresas sob forma impressa (livros, revistas, *papers*, jornais, teses e dissertações) e virtuais (sites na internet), cuja temática estivesse direcionada ao assunto tratado. Por meio desta gerou-se sustentação para a análise da aplicabilidade dos conceitos de governança corporativa para o ambiente destas empresas. Buscou-se compreendê-las de forma a poder observá-las ante a realidade das pequenas e médias empresas no Brasil.

Após a consolidação desse referencial, foram realizadas entrevistas em profundidade com cinco funcionários do Departamento de Gestão de Participações da Área de Capital Empreendedor do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES. Os mesmos foram selecionados em função do seu conhecimento e da atividade de

acompanhamento que realizam nas empresas participadas, com o objetivo de serem identificados os aspectos mais relevantes em relação à governança das pequenas e médias empresas da carteira desta instituição.

Quanto aos objetivos aqui propostos, pode-se classificar esta pesquisa como descritiva, pois a mesma detém um referencial consistente sobre o tema, permitindo a construção de temas para análise de correlação entre crescimento e governança em PME brasileiras, tal como pode ser observado no item de coletas de dados a seguir (VERGARA, 2009).

Em relação ao desenho de pesquisa proposto, esta se classifica como um levantamento utilizando-se para tanto de um único caso, focando no BNDES enquanto acionista minoritário.

Tal delimitação considera o proposto por Yin (2003), de que há três dimensões que devem ser consideradas na definição do método de pesquisa a ser utilizado: (1) o tipo de pergunta da pesquisa; (2) o grau de controle que o pesquisador tem sobre eventos comportamentais e; (3) se o foco da pesquisa será em eventos contemporâneos ou históricos. A partir destas dimensões, o autor faz uma comparação entre cinco métodos importantes em Ciências Sociais e sua aplicabilidade de acordo com o Quadro 1, a seguir:

**Quadro 1: Comparação entre os principais métodos de pesquisa em ciências sociais**

Estratégia	Forma de questão de pesquisa	Exige controle sobre eventos comportamentais?	Focaliza acontecimentos contemporâneos
Experimento	como, por que	sim	sim
Levantamento	quem, o que, onde, quantos, quanto	não	sim
Análise de arquivos	quem, o que, onde, quantos, quanto	não	sim/não
Pesquisa histórica	como, por que	não	não
Estudo de caso	como, por que	não	sim

Fonte: Yin, 2003

Os dados foram coletados em consonância aos meios definidos para a obtenção dos resultados esperados por esta pesquisa.

## 5.2. SELEÇÃO DOS SUJEITOS E COLETA DE DADOS

Dado o caráter descritivo deste levantamento, utilizou-se como método de coleta de dados a entrevista em profundidade, com um total de cinco participantes, todos residentes do Rio de Janeiro, o que permitiu que todas as entrevistas fossem feitas pessoalmente. A escolha do conjunto e quantidade de entrevistados teve por base o tamanho da população de analistas do Banco, a especificidade do tema e convergência das soluções adotadas aos problemas de governança e, principalmente, a expectativa de se alcançar a saturação teórica com esse conjunto. Conforme Strauss e Corbin (2008), a saturação teórica refere-se ao “ponto no desenvolvimento da categoria em que não surgem novas propriedades, dimensões ou relações durante a análise” (p. 143).

Os entrevistados, formação e cargo estão descritos no quadro a seguir, sendo seus nomes e cargos apresentados devidamente autorizados:

**Quadro 2: Descrição dos entrevistados**

<b>Entrevistado</b>	<b>Formação</b>	<b>Cargo</b>
<b>Bruno Caldas Aranha</b>	Advogado	Técnico de nível superior do departamento de gestão de participações
<b>Hugo Saraiva Junior</b>	Contador	Técnico de nível superior do departamento de gestão de participações
<b>Lidiane Delesderrier Gonçalves</b>	Contadora	Gerente do departamento de gestão de participações
<b>Paulo Fernando da Silva</b>	Contador	Gerente do departamento de gestão de participações
<b>Pedro dos Passos</b>	Economista	Gerente do departamento de gestão de participações

Os entrevistados foram numerados de 1 a 5 de acordo com a ordem cronológica da realização das entrevistas. Esta ordem é diferente daquela apresentada no Quadro anterior por solicitação dos respondentes, a fim de manter o anonimato das opiniões emitidas.

Destaca-se a pluralidade da formação prévia dos respondentes que teve por objetivo trazer uma visão multidisciplinar dos aspectos de governança, multiplicidade esta desejável e utilizada normalmente para o acompanhamento dessas empresas, e o reconhecimento da

qualificação desses entrevistados relativamente ao tema como desdobramento daquele detido pela instituição a qual pertencem.

### 5.3. LIMITAÇÕES DO ESTUDO

É necessário por fim, apresentar as limitações decorrentes das escolhas metodológicas adotadas.

O fato de a pesquisa estar limitada ao ponto de vista dos acompanhadores de empresas investidas pela BNDESPAR gera distorções em relação às carteiras e práticas de mercado, uma vez que o viés de Banco de Desenvolvimento leva a premissas diferenciadas de atuação.

Dentre estas premissas, as que afetam de forma direta o escopo deste trabalho é o compromisso com a geração de valor, que pode se dar num prazo mais dilatado que o de mercado, dada a maior flexibilidade que há pelo Banco para a sua saída da companhia, ao contrário de fundos de investimento, que possuem prazo definido para sua extinção e por isso podem assumir medidas mais curto prazistas neste sentido.

Sob o ponto de vista de governança, no entanto, este passa a ser um benefício da atuação do Banco nestas empresas, pois esta flexibilidade permite um trabalho mais aprofundado das questões de governança, e um respeito maior ao tempo de evolução que a empresa necessita para alcançar um patamar de desenvolvimento considerado desejável.

Este aspecto está intimamente ligado à premissa de apropriação desta geração de valor. Em geral, tal como se explanou no item de participação acionária, o retorno do investimento, ao contrário de um financiamento, em que há juros periódicos para amortização, ocorre quando de seu desinvestimento. No caso de uma empresa que possui participação minoritária de um fundo, a apropriação deste ganho se buscará sempre a maior e mais rápida possível. O BNDES, por outro lado, poderá assumir uma participação que objetive não só a rentabilidade, mas, signifique também o desenvolvimento de um setor estratégico para a sociedade, mesmo implicando que o valor gerado no desenvolvimento da empresa não seja necessariamente apropriado pelo Banco, mas que o seja pela sociedade em geral.

Outro limite deste estudo está no acordo de acionistas celebrando entre o BNDES e as empresas participadas. Este possui cláusulas bastante detalhadas sobre governança e já é por si só um mecanismo bastante rigoroso e delimitador dessa relação, o que acaba por influenciar fortemente o relacionamento que possui com estas empresas, em comparação ao mercado.

De forma geral, o ponto de partida das empresas do BNDES já é naturalmente melhor que aquelas do mercado, dadas as pré-condições impostas por este para sua entrada na empresa.

Por fim, o fato de ser levantado um caso único, apenas com a carteira Banco, pode dificultar a generalização dos resultados em relação à realidade geral das empresas brasileiras.

## **CAPÍTULO 6 - ANÁLISE DOS DADOS**

### **6.1. PROCEDIMENTOS PARA A ANÁLISE DOS DADOS**

Todas as entrevistas tiveram a sua gravação autorizada e foram realizadas no período de 01 a 06 de junho de 2009, após as quais foi realizada análise de seu conteúdo, em torno de categorias de análise previamente definidas, sendo na apresentação e análise seguintes destacada a transcrição de alguns trechos úteis para subsidiar a apresentação das evidências identificadas.

O roteiro de entrevista, constante de item “Anexo”, traz as subcategorias nas quais as respostas se enquadraram, com perguntas relacionadas aos principais problemas de governança e mecanismos correspondentes visando utilização de melhores práticas, a saber: assembléia geral, conselho de administração, transparência, mecanismos externos de pressão e profissionalização, capacitação e remuneração. As análises destas encontram-se detalhadas a seguir.

### **6.2. CATEGORIAS**

#### **6.2.1. Problemas de Governança na PME**

Segundo os entrevistados, tanto as grandes quanto as pequenas e médias empresas brasileiras ainda não alcançaram um estágio maduro de suas práticas de governança, apesar de reconhecerem que houve já uma evolução recente da utilização desses mecanismos.

Primeiramente, acreditam que há uma questão estrutural que restringe a utilização desses recursos, uma vez que o ônus para a sua implantação é muitas vezes considerado pesado para o porte destas empresas.

Há ainda problemas de gestão em muitas delas, com sistemas de informação inadequados, falta de clareza sobre estratégia do negócio, ausência de um modelo comercial definido, falta de controles sobre riscos tais como passivos jurídicos e questões tributárias, que por trazerem incertezas relevantes sobre o negócio, acabam também por não gerar subsídios para que possa se aplicar mecanismos consistentes de assistência aos interessados, sejam eles acionistas credores, ou sociedade em geral.

Também foi identificada uma falta de clareza quanto ao papel e vantagens de uma melhor governança por parte desses empreendedores, que por não compreendem com clareza o conceito dinâmico de interação com *stakeholders*, não vêem o benefício da adoção de tais práticas.

*“O problema todo da governança corporativa é que essas empresas não sabem pra que que isso serve, que a governança corporativa nada mais é do que o simples relacionamento com o corpo da empresa, e nesse corpo se entendem todos os stakeholders, sejam clientes, sejam fornecedores... Fornecedores de capital, como por exemplos os bancos; fornecedores de mão-de-obra, que são os funcionários, e tal... A empresa não compreende esta dinâmica, e por não compreender esta dinâmica, ela não vê importância, e por isso não adota essas práticas.*

*Trecho de entrevista realizada com E1.*

Foi destacado pelos entrevistados que parte deste problema advém da baixa profissionalização do corpo executivo e de deficiências de caráter técnico ou gerencial ainda muito observadas nestas empresas. Essa falta de preparo, assim como uma sobrevalorização do aspecto técnico sobre o gerencial, limita a capacidade destes empreendedores de desenvolverem uma visão do negócio enquanto um todo, o que restringe o seu crescimento, por falta de uma perspectiva clara dos meios para se alcançar seus objetivos. Também reduz a capacidade de reconhecer como positivas as contribuições que podem ser realizadas a partir da interação com agentes relevantes para sua operação, tais como credores, fornecedores, empregados, clientes e sociedade em geral.

Por outro lado, os agentes externos, mesmo os financiadores, ainda não exigem, como regra geral, elevados padrões de governança dessas empresas, por serem fechadas e pouco acessíveis ao público externo.

Os entrevistados identificam ainda há por trás dessa baixa aplicação de governança aspectos culturais típicos de que consideram uma herança patrimonialista, em que:

*“Ter o poder de mandar, de ser o dono do negócio é importante, em que ainda se confunde muito o patrimônio e a própria vida. Desta forma, o controlador tem uma enorme dificuldade em dividir o poder, e a estrutura fica muito dependente da figura carismática daquele fundador, o que pode dificultar a perenidade da própria companhia e reduzir a racionalidade nas tomadas de decisão e embates de conselho, seleção de projetos...”*

*Trecho de entrevista realizada com E5.*

Isso fica explícito na questão do conselho, quando há a sobreposição de conselheiros e diretores, que acabam por deliberar em causa própria, ou mesmo com intenções de desenvolvimento do negócio só que ainda subjugados à sua rotina, sem considerar caminhos e possibilidades alternativas, pois as consideram decisões de caráter pessoal e não conseguem adotar uma postura neutra.

Ainda sob o ponto de vista cultural, os entrevistados observaram que o medo de perder o controle também pode se relacionar ao fato do mercado de capitais brasileiro ser ainda incipiente. Os entrevistados reconhecem que o crescimento dessas empresas, dependendo de como está constituída a sua estrutura de capital, passará pela captação de recursos por meio de novos aportes de capital. Como consequência, é natural que haja uma redução do percentual de participação detido pelo controlador, caso este não possa aportar mais capital junto ao novo investidor. Mas caso seja reduzido o número de investidores presentes no capital social da empresa, realidade de muitas destas, tal fato pode significar a perda do controle, na concepção de controle majoritário de 51%. No exterior tal fato se torna mais difícil de ocorrer, dado que há uma enorme pulverização das participações em empresas:

*“Em muitas reuniões que eu tive, eles têm medo de perder o controle da empresa. E crescimento pressupõe que, em cada rodada de investimento, dar mais um percentual, dar mais um pedacinho da empresa para um novo investidor, ou mesmo para a BNDESPAR. Mas a BNDESPAR no caso não toma controle, mas vai num determinado limite. Chega uma hora em que a gente está impedido de fazer novas capitalizações e ela chega num momento em que ela tem que crescer, ou ela fica estagnada e pode ser engolida por um concorrente. Então para crescer, o que ela vai fazer? Pegar um financiamento? Se ela tiver uma estrutura de capital adequada ela consegue. E se o mix de capital dela não comportar só financiamento? Então tem que ter um outro investidor. E aí ela perde o controle na concepção de 51%. E isso, para os investidores brasileiros, eu acho que ainda é um problema muito grande. Lá fora você consegue ter isso minimizado, porque você consegue ter controle da empresa com 20, 30%, porque é pulverizado. No Brasil, como essa cultura ainda não está formada, então tem essa visão do 50% mais um.”*

*Trecho de entrevista realizada com E4.*

O marco legal ainda precisa ser reformulado no Brasil também, tal como indicam os entrevistados, pois ainda privilegia o acionista controlador e não é claro quanto aos direitos do investidor minoritário em muitos aspectos:

*“A própria estrutura da legislação prioriza a decisão majoritária. É claro que existem mecanismos de proteção aos minoritários, operações societárias que lhe dá o direito de regresso, que lhe dá o direito de sair da Companhia, você tem a possibilidade de*

*instalar um conselho fiscal eventualmente como minoritário, você tem o voto múltiplo que permite indicar um conselheiro... a lei das S.A. ela permite, ela confere que com esses mecanismos, um tag along eventualmente de 80%, mas é algo limitado. O que estou dizendo é o seguinte: a lei faz com que o minoritário ele tenha certos direitos, mas especificamente na questão da Assembléia e no dia a dia, existem limites naturais por você ser um minoritário. Existem mecanismos dúbios na própria legislação.”*

*Trecho de entrevista com E3.*

Por fim, há ainda uma postura adotada de observar o minoritário, e em especial o BNDES, enquanto agente credor e não como parceiro financeiro e estratégico que a participação acionária proporciona, o que intensifica essa dificuldade de dividir poder e decisão dentro da empresa.

Esses problemas, segundo os entrevistados, ocasionam, de modo geral, uma redução da capacidade de atrair e reter talentos na organização e da captação de recursos junto a investidores, os quais consideram aspectos básicos para o seu desenvolvimento.

### **6.2.2. Transparência**

Segundo os entrevistados, para o minoritário a transparência é considerada essencial, não só no sentido de controle, mas também no que tange ao acompanhamento do resultado da empresa, e conseqüentemente do valor do investimento realizado.

Por isso, além dos aspectos financeiros, aspectos comerciais tais como seu ciclo de vendas e contratos firmados até o momento, questões operacionais e de planejamento estratégico, número de funcionários, potenciais aquisições e fusões, mecanismos complexos financeiros e outros assuntos ligados especificamente ao setor no qual a empresa está inserida serão solicitados com freqüência, para permanente análise de desempenho e riscos associados aos seus negócios.

Tais informações não devem ser demonstradas apenas no conselho, mas devem estar disponíveis na hora em que forem necessárias, e serem disponibilizadas o mais rápido possível, para evitar a suspeita de que tenham sido alteradas, ou mesmo de que já não sirvam ao atual contexto de análise.

A padronização destas informações também foi apontada como relevante pelos entrevistados, pois permite o acompanhamento da evolução da empresa ao longo do tempo e a comparabilidade com as demais empresas do mercado. Foi reiterada também a necessidade, em caso de qualquer alteração destes padrões, que estas alterações e os seus impactos sobre a

aferição dos resultados sejam comunicados previamente à sua adoção pela companhia. Os entrevistados acreditam que o atendimento às normas contábeis e às alterações legais recentes são pressupostos de uma boa gestão e espera-se que sua adoção pelas empresas seja imediata.

Os sistemas de gestão da informação são ressaltados como instrumentos necessários para a organização para poder prover os dados e informações necessárias, mas são tidos como complementares à credibilidade passada pela boa capacitação e ética do gestor e isolados deste se tornam inócuos.

*Pesquisador: E em relação à credibilidade dessas informações, o que pode gerar mais credibilidade, te deixa mais confortável em relação a essas informações?*

*Entrevistado: Assumindo que em contabilidade dois e dois pode dar cinco, a credibilidade está muito em cima da pessoa que está te dando esta informação, muito em cima do gestor da empresa e da sua equipe. Parte dessa credibilidade é também é questão de sistemas. Então se você tiver um sistema confiável, e assumindo também que a pessoa é confiável, você pode assumir que a informação é de qualidade, é transparente e é confiável. Agora, não adianta você ter um excelente sistema, todo integrado sem nenhum bug, mas com um gestor que consegue manipular esse sistema, consegue manipular essas informações que são alimentadas nesse sistema pra que seja, digamos assim, da intenção dele.*

*Trecho de entrevista realizada com E4.*

Da mesma forma, a auditoria pode ser vista como um instrumento complementar relevante, principalmente se estiver entre as dez primeiras do ranking de auditorias da CVM. Mas não é isoladamente garantia para uma informação confiável se os sistemas e as pessoas que os alimentam não forem capacitados e não tiverem o compromisso verdadeiro de prover tais informações de forma transparente.

*“A auditoria é relevante sim, mas desde que você saiba desenhar o escopo que você quer do trabalho do auditor, saiba cobrar o auditor daquilo que ele deve realmente fazer e que você opte por uma empresa que você saiba, não só de renome, mas que invista em treinamento, em qualificação profissional, tenha profissionais atualizados, profissionais que tenham um certo renome também, isso ajuda um bocado. Não quer dizer que seja tudo, mas ajuda bastante. É diferente de uma auditoria de “padaria que” vai lá e simplesmente assina o parece, que já vem com o parecer debaixo do braço.”*

*Trecho de entrevista realizada com E3*

Foi ressaltado também, conforme trecho apresentado a seguir, que no caso de pequenas e médias empresas enfrenta-se um problema adicional referente à questão das

auditorias, pois seu compromisso e a pressão para uma qualidade elevada da geração de informações é menor tendo em vista o menor impacto destas para o público externo:

*“Pesquisador: A auditoria é boa no sentido de gerar mais credibilidade ou não?”*

*Entrevistado: A auditoria pra pequena e média empresa é complicada pelo seguinte: o auditor sabe que ele tá fazendo um trabalho numa empresa que não tem expressividade nenhuma no mercado, né? E ele está atendendo aos interesses de quem? Do gestor. Então ele vai fazer o trabalho dele e vai apresentar pro gestor e o gestor vai criticar: olha, acho que eu não gostaria que isso saísse pra BNDESPAR, e vai chegar uma hora que é o seguinte, é o poder de barganha. A empresa quer tanto, normalmente é uma empresa menor, a empresa quer mostrar que está crescendo e aí é uma questão de custo benefício. Vai ficar o que for melhor pro auditor e pro gestor. Não é nenhuma Gerda, ele não vai sair na televisão se der algo errado... E aí acaba comprometendo a credibilidade dele, por causa dessa relação de mercado.”*

*Trecho de entrevista realizada com E1.*

### **6.2.3. Perfil do Empreendedor**

O perfil ideal de gestor, respeitadas sua formação e experiência anterior, foi apontado por todos os entrevistados como sendo aquele mais aberto às mudanças que vão acontecer, que se permita a abrir mão de poder, e que entenda a necessidade de ceder o controle. Além do mais, é muito importante estabelecer realmente um sentimento de parceria para com o investidor, uma sintonia fina em que ambos estejam voltados à geração de valor da empresa:

*Pesquisador: Dentre os empreendedores com que você tem um bom relacionamento, você enxerga características em comum? O que é o perfil de um bom empreendedor?*

*Entrevistado: Bem, é claro que em cada setor isso vai variar um pouco né, mas eu acho que de forma geral o cara tem que estar aberto a querer mudar, e entender que o negócio dele vai mudar, buscar isso, porque ele sabe que vai crescer e melhorar. Acho também que tem que te enxergar como um parceiro pra ele, e não aquele cara chato que só vem te arranjar problema e vai te levar um pedaço da sua empresa. Abrir mão de controle e saber delegar é fundamental.*

*Trecho de entrevista realizada com E5.*

Também foi freqüente a afirmação de que um bom empreendedor não se faz sozinho, mas precisa de uma equipe competente para que não precise ficar necessariamente submerso em coisas menores do negócio, mas livre para tratar dos assuntos estratégicos da empresa, e representá-la diante da sociedade.

*“Ah, um cara bom está sempre cercado de uma equipe boa. Ele não precisa saber de tudo, acho até que é impossível o cara ser quatro coisas ao mesmo tempo numa empresa que está crescendo, mas ele tem que ter pessoas de confiança para ajudar, e saber tocá-las pra que ele fique livre e fazer o melhor que ele faz, que é representar a empresa.”*

*Trecho de entrevista realizada com E2.*

Nesse sentido, também foi pontuada a necessidade de, ao longo do tempo, passar de um caráter mais técnico para uma visão mais abrangente de negócio, que não se limite a um aspecto isolado da sua operação, negligenciando outros assuntos, tais como vendas ou a parte administrativo-financeira, por exemplo.

*“Acho que simpatizo mais com aquele cara que é mais focado no negócio como um todo do que num que ainda está muito ligado naquele produto dele que deu certo, naquela tecnologia que ele conhece, e aí não procura nada novo. Acho que tem que ser um cara mais moderno, menos ligado a uma tecnologia específica, que tenha visão de futuro e do que ele quer para a empresa dele.”*

*Trecho de entrevista realizada com E3*

#### **6.2.4. Profissionalização, Sucessão e Remuneração**

A profissionalização é vista como fundamental para todos os entrevistados. No entanto, a forma de realizá-la não é vista necessariamente como a saída do fundador ou controlador da operação da Companhia, mas a de dotar a gestão com líderes preparados. A equipe que o circunda também deve ser qualificada, multidisciplinar e ter voz para poder contribuir efetivamente.

*“Existe uma decisão a ser tomada por parte do controlador da função que ele vai exercer na empresa. Acho que ele tem dois caminhos a tomar: ou ele se profissionaliza, desenvolve competência inicialmente; ou ele se afasta um pouco e divide o poder em relação à gestão. Mas a profissionalização tem que acontecer.”*

*Trecho de Entrevista realizada com E3*

Além disso, a evolução deste processo também é importante, no sentido de ser adequada ao estágio de evolução e especificidades da companhia, para não sobrecarregá-la ou mesmo para que este processo possa ser efetivo e acompanhe a capacidade da companhia e não a onere demasiadamente antes da hora.

*Pesquisador: Como você a questão da profissionalização da Companhia?*

*Entrevistado: Eu acho que isso depende do estágio que ela tem de desenvolvimento, principalmente em termos de faturamento mesmo, né... Não adianta ela querer profissionalizar de cara todas as áreas que são, é, todas as diretorias digamos assim de uma empresa, por que ela não vai nem ter como pagar, por que são pessoas caras. Uma boa gestão pressupõe bons salários. Então, dependendo do tipo de empresa, o que eu acho mais importante é você focar assim: qual a diretoria que nesse momento é mais importante neste estágio de maturação do projeto em que eu estou?*

Entrevista realizada com E4

Tal como se observou nas teorias e proposições complementares ao referencial clássico sobre remuneração executiva, evidenciou-se ao longo das entrevistas que este não é necessariamente um mecanismo positivo, e que vai depender do setor e do estágio de vida da companhia.

*“Entrevistador: E em questão de remuneração executiva, você acha que mecanismos como equity e remuneração variável funcionam?”*

*Entrevistado: Olha, isso depende do setor. No caso, a questão da remuneração variável tem dois aspectos: tem o aspecto positivo que faz com que o cara corra atrás pra que alcance aquela meta que foi estabelecida, mas pode ter um efeito predatório se não você não tiver muita segurança de que aquela meta, ela não é nem inexecutável e também não é pouco desafiadora. Em especial, quando ela é pouco desafiadora, o cara vai cumprir o papel dele e não vai querer buscar mais nada, porque como a empresa é fechada ele não vai ter aquela questão de criação de valor imediata pra empresa. Porque a criação de valor pro acionista só vai se dar lá na frente, se der.”*

Trecho de entrevista com E4

Ademais, a mesma tem de estar englobada dentro de um programa de cargos e salários mais robusto, e não ser meramente um instrumento pró-forma para ganhar credibilidade com o investidor externo, mas fruto de deliberação da própria questão da companhia. Tem de ser bem pensada e estruturada. É preciso considerar ainda que, além da remuneração em si, existem outras formas de premiação por bom trabalho tal como postos no exterior e capacitação que precisam e podem ser consideradas para a retenção de talentos.

*“Sinceramente, hoje eu vejo ela (a remuneração) como importante, mas não fundamental. No meu acompanhamento, eu vejo que pra esse tipo de empresa é muito mais importante ir construindo uma política de remuneração e incentivos bem feita pra toda a empresa... Implantar a lógica de meritocracia, que o reconhecimento não vai vir porque você é dono, mas porque se esforça e seu trabalho é bom. Acho que faz parte mas tem que vir acompanhado de plano de cargos e salários, de treinamento e capacitação. Na área de TI, por exemplo você vê muito isso, é muito mais importante*

*o treinamento, o desenvolvimento profissional, o aumento da sua capacidade. É intangível, o cara busca crescer na carreira, que ele vai levar pro resto da vida.”*

*Trecho de entrevista realizada com E5.*

Foi ainda perguntada sobre a questão sucessória em especial quando o negócio é familiar. Da mesma maneira, os entrevistados acreditam que a profissionalização é uma questão que não está relacionada a permanência da família ou não do poder em si, mas com a sua capacidade de gestão do processo decisório.

*“Pesquisador: E como você vê a questão sucessória nesse processo de profissionalização?”*

*Entrevistado: O que a família tem direito a ser, ainda mais se você pensar em segunda geração, terceira geração, é de ser acionista. A questão hereditária lhe dá uma vaga para ser acionista, por uma questão até legal. Fora isso, tem que ser uma questão meritória (...). Na sucessão, a pessoa tem que conseguir vislumbrar efetivamente que o tempo dela vai passar, que ela vai se desligar, e ela quer que a atividade que ela desenvolveu seja perene. Para isso, ela faz uma transição em que ela tem que identificar possíveis pessoas chaves para fazer essa transferência de poder. E isso pode estar dentro da família como pode não estar. E o importante para a empresa é você fazer um processo transparente de transição, dar legitimação. Porque senão desarmoniza a empresa como um todo e tira o foco.*

*Trecho de entrevista realizada com E3.*

#### **6.2.5. Assembleia Geral**

Apesar de muito ressaltada durante o referencial teórico, os entrevistados consideram como reduzida a influência que esta estrutura exerce sobre a melhoria de governança na prática das pequenas e médias empresas.

*Pesquisador: Como você vê a representatividade da Assembleia Geral nas empresas em que acompanha, principalmente em relação aos acionistas minoritários?*

*Entrevistado: De modo geral, a Assembleia não funciona muito, pois na maioria dessas empresas, se você pensar, apesar de algumas delas terem vários acionistas, elas normalmente têm um controlador e a palavra do controlador se sobressai independente de um ou outro achar que aquilo vai dar certo, ou que não concorda; o que não que aprovar uma conta do balanço ou outra coisa.*

*Trecho de entrevista realizado com E2*

Neste sentido, os entrevistados identificam uma grande diferença em relação à grande empresa, na qual a assembleia passa a ser verdadeiramente representativa, ainda mais por ter agentes e mecanismos reguladores que asseguram os direitos de todos os presentes. No caso

da pequena e média empresa, pela reduzida quantidade de acionistas, as deliberações muitas vezes acontecem previamente à reunião, o que torna o procedimento meramente formal:

*“Eu acho que (a Assembléia) é uma coisa meramente pro forma. Eu acho que a Assembleia é representativa no caso de grandes empresas, você vê, quando eles realizam de fato a Assembleia sempre tem alguém, algum minoritário que vai tentar lutar pelo seu interesse, aí tem aquela questão de aparecer uma novidade na Assembléia, e tem que ter uma rodada de negociação pra tentar minimizar aquele conflito ali na frente, então é um foro que tem seu papel efetivo, enquanto que no caso de uma pequena e média empresa, até porque tem menos acionistas envolvidos, as coisas já são tratadas de boca, então quando chega na Assembléia já é meramente um cumprimento de lei.”*

Trecho de entrevista realizada com E4

Da mesma forma, e por conta das questões legais anteriormente mencionadas, o voto contra de um minoritário na assembléia para questões mais rotineiras não tem grande impacto no curto prazo, a não ser que a empresa pretenda abrir seu num íterim de três anos, tempo em que a bolsa solicita a varredura da sua documentação retrospectiva.

No entanto, quando o assunto está diretamente relacionado a alguma cláusula do acordo que represente o não atendimento de exigência, o que desencadeia automaticamente na compra e venda compulsória da participação da BNDESPAR, o tópico passa a ganhar relevância. Deste modo, pode-se deduzir que o Acordo de acionistas, e sua forma de estruturação é hoje mais importante na garantia de proteção aos interesses dos minoritários do que a assembléia em si.

#### **6.2.6. Conselho de Administração**

Os entrevistados vêem o conselho de administração como um foro relevante para a discussão de assuntos críticos da operação e estratégicos da companhia. Para o seu bom desempenho, acreditam ser necessária uma organização formal e estruturada, com documentos disponibilizados *a priori*, e periodicidade para as reuniões. Além disso, ressaltam que dependendo do estágio da empresa este foro pode ser mais estruturador, no caso das menores, em que há ainda processos e estratégia em formação, ou mais fiscalizador, nas mais maduras e em estágio de consolidação de seus negócios.

Foi ressaltado também que, apesar do acompanhamento pela BNDESPAR ser feito de modo informal, isto é, não há conselheiro indicado a participar do conselho, mas a

participação informal dos acompanhadores responsáveis por aquela empresa da carteira da BNDESPAR, suas contribuições são respeitadas:

*“O Conselho tem, digamos assim, um papel de direcionador estratégico, além de fiscalizar e operacionalizar em linhas gerais os resultados e melhorias na empresa. Tanto em Private quanto em Venture (fundos de private e de venture capital) que eu conheço eles (os acompanhadores) são bem ouvidos, tem influência relevante. Acho que isso é porque as empresas que buscam a participação buscam ajuda, buscam melhora de gestão e da sua governança na bagagem desses caras. Em geral não é só dinheiro, mas é experiência também que vem.”*

*Trecho de entrevista realizada com E5*

A separação entre diretoria e conselho também foi considerada como relevante para o processo de crescimento da empresa, pois a sobreposição impede que assuntos relevantes possam se tratados de forma neutra e racional e que projetos que sejam bons para o crescimento da companhia, mas que no curto prazo possam ser prejudiciais ao controlador sejam considerados.

*“As outras empresas em que o conselho é formado só por pessoas da empresa, por dirigentes da empresa acabam por não ser efetivos porque confunde muito o papel do acionista controlador, ele também é diretor e membro do conselho, e isso prejudica, porque tem um conflito de interesse inerente aos papéis que são sobrepostos.”*

*Trecho de entrevista realizada com E4.*

Foi ainda perguntado se a presença de independentes era relevante para este órgão, no que foi unânime o posicionamento em favor, desde que o conselheiro fosse efetivamente independente e tivesse um conhecimento específico para contribuir com a reunião. Segundo os respondentes, o conselheiro deve trazer sua visão de mercado, do ambiente macroeconômico ou de aspectos críticos para a empresa, tal como aspectos tributários e operacionais específicos:

*“Pesquisador: E a independência dos conselheiros, você considera relevante?  
Entrevistado: É muito importante se for de fato independente, tiver visão de mercado, tiver uma visão do negócio da empresa. Mas também é importante em alguns casos, por exemplo, existem empresas que precisam de um suporte fiscal mais de peso, então é interessante trazer independentes que entendam bem dessa área ou trazer um cara da parte financeira que possa agregar valor, isso varia muito de acordo com a necessidade da empresa.”*

*Trecho de entrevista realizada com E2.*

Especificamente na questão da criação de comitês, os entrevistados acreditam que este mecanismo contribui para a melhora do desempenho do conselho, para o suporte de questões específicas ou críticas da gestão do negócio. No entanto, este deve ser formado por pessoas capacitadas e não deve ser instaurado em companhias muito pequenas, sendo mais adequado em companhias que já tenham um porte suficiente para trazer profissionais sob pena de não servir como fonte de contribuições relevantes. Da mesma forma que o Conselho, o comitê tem uma função fiscalizadora e de estruturação presente, dependendo de sua natureza.

*“Do ponto de vista da empresa, nem sempre você vai precisar de comitês. Mas eles podem ser muito úteis para as mais estruturadas, tanto como estruturador, voltado para a atividade da companhia, nos pontos críticos para a companhia, como questões técnicas e riscos e de reflexão sobre melhores práticas para esses problemas. E podem ser também fiscalizadores, não para estruturar a operação, mais pra dar satisfação aos outros agentes”.*

*Trecho de Entrevista realizada com E5.*

#### **6.2.7. Mecanismos externos de controle**

Os entrevistados indicam que não há mecanismos externos fortes hoje que contemplem governança corporativa de forma direta. Seja por parte de agências reguladoras do setor no qual estas empresas estão inseridas, ou por parte de agentes reguladores do mercado, tais como a Bovespa ou da Comissão de Valores Mobiliários entre outros, o foco está muito mais sobre as empresas de capital aberto. Existem pressões, tais como as realizadas pelo fisco e pelos credores, que acabam por tangenciar melhores práticas, mas não são feitas de forma estruturada com o objetivo de melhorar a governança destas empresas.

Já o desempenho e a competição enquanto mecanismos de pressão dependem da configuração do setor e dos concorrentes:

*“Elas, são fechadas, né? Bem, acho que depende da empresa, do setor em que está inserida. Tem setores em que... se o fator de competitividade é preço, a governança não vai ter influência nenhuma, a governança até encarece. Agora se a credibilidade e o nome da empresa são importantes para o seu produto ser competitivo, aí elas vão se preocupar mais com isso, mas acho que esse não é o caso da maioria das empresas da nossa carteira.”*

*Trecho de entrevista realizada com E5.*

No entanto, há um espaço para observar os agentes financeiros tais como bancos, enquanto agentes relevantes no sentido de melhorar a governança das PME:

*“Pesquisador: Você acha que agentes financiadores poderiam contribuir para melhorar as práticas de governança de uma empresa?”*

*Entrevistado: Depende. Se o financiamento tiver covenants, que obrigam a empresa a cumprir determinadas coisas, por exemplo, ter índices financeiros, ter implantação de ERP, e coisas desse tipo poderia conseguir realmente, mas se for simplesmente um empréstimo sem nenhum tipo de compromisso, apenas ligado à rentabilidade desse empréstimo, à taxa de juros, aí não contribui tanto assim para a governança da empresa. Deveria vir com um compromisso junto à instituição, colocando metas, covenants, até para incentivar, caso ele seja cumpridor desses covenants, de baixar a taxa de juros, ou então fosse punitivo, se não fizer você aumenta as taxas.*

*Trecho de entrevista realizada com E2.*

## CAPÍTULO 7 – ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na primeira parte deste trabalho foi realizada uma revisão de literatura referente aos conceitos que tangenciam a questão de governança em PME, a saber: teoria da agência, definição e principais práticas de governança corporativa e os impactos trazidos pela escolha na estrutura de capital das empresas.

Por meio desta foi possível delimitar alguns problemas de governança e levantar os pontos críticos que subsidiaram as diretrizes de melhores práticas a serem trabalhadas pelas empresas sob o ponto de vista do campo teórico sobre o assunto.

A metodologia adotada foi o levantamento, baseado na instituição selecionada, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES.

A coleta de dados utilizou entrevistas em profundidade que foram realizadas com acompanhadores e gestores executivos de formação multidisciplinar do departamento de gestão em participações da instituição. Tal departamento se dedica ao acompanhamento e ao trabalho de questões de gestão e governança das empresas investidas pela BNDESPAR, braço de participação societária do BNDES.

Para esta etapa, foi utilizado um roteiro de entrevistas semi-estruturado, voltado para as questões específicas associadas às proposições associadas ao modelo conceitual.

A análise de dados baseou-se então nas entrevistas realizadas, extraindo-se de seu conteúdo comentários e observações que pudessem confirmar e ilustrar os resultados obtidos.

A partir da investigação dos principais problemas e soluções apontados pela literatura, pelos órgãos responsáveis pelo tratamento do tema e das entrevistas realizadas, é possível, considerada a delimitação deste trabalho, definir alguns aspectos relevantes sobre o panorama atual de governança corporativa para pequenas e médias empresas brasileiras. A partir destes foi possível delinear também algumas propostas de aspecto prático para a sua evolução. Tais proposições encontram-se organizadas e sintetizadas nos tópicos a seguir.

### 7.1. PRINCIPAIS PROBLEMAS DE GOVERNANÇA E CAUSAS ASSOCIADAS

Conforme apresentado ao longo do trabalho, os problemas de agência - separação entre gestor e acionista, conflitos entre acionistas majoritários e minoritários, e entre estes e os

demais interessados (JENSEN E MECKLING, 1976) - também pode vir a ocorrer na pequena e média empresa em crescimento.

Tais problemas, aventou-se, se dão, pois o crescimento destas empresas dependerá da entrada de novos investidores ou mesmo da captação maiores de recursos junto a agentes financiadores.

Ademais, o fenômeno de separação entre gestor e acionista, que muitas vezes se afirma inexistente no contexto da pequena e média empresa, na verdade se acentua no caso do acionista majoritário pertencer à administração da Companhia, uma vez que este procedimento aumenta ainda mais a assimetria informacional sob o ponto de vista do minoritário e dos agentes externos à companhia.

Há algumas causas deste processo que podem auxiliar a traçar práticas mais eficazes na melhora dos padrões de governança corporativa.

A primeira delas relaciona-se a uma visão patrimonialista do negócio, típica da realidade brasileira, na qual se observa a impossibilidade de distinguir o patrimônio pessoal do da companhia. Tal incapacidade faz não só com que o interesse do acionista majoritário se torne preponderante como, e principalmente, o mesmo tem dificuldade de ceder o poder decisório a um novo investidor ou mesmo aos gestores profissionais, compartilhar a gestão e decisão.

Outro problema enfrentado para a questão de governança nas empresas está na baixa capacitação de muitos desses empreendedores e do corpo executivo da empresa. A mesma pode se dar sob o aspecto técnico mas normalmente ocorre mais por conta de debilidades de competências gerenciais, negociais e estratégicas, que os impede de manter um relacionamento de alto nível com os demais agentes.

Em parte essa debilidade de capacitação gera também um reduzido reconhecimento dos benefícios da governança corporativa para o crescimento para a redução de taxas e facilidade de captação de recursos, uma vez que estes aspectos estão intimamente relacionados à informação sobre a companhia e capacidade empresarial.

Somado a isto, no Brasil as estruturas empresariais contam com uma existência recente, em especial no que concerne às empresas de menor porte. Desta forma, estas empresas ainda não possuem uma gestão desenvolvida capaz de sustentar toda a estrutura necessária sob a qual se construirá esse processo de governança. Esses problemas se perpetuam num círculo vicioso, uma vez que decorrem e se desdobram em limitações de sua

estrutura de capital, de recursos financeiros e humanos disponíveis e do ônus de uma estrutura mais complexa e onerosa.

Há também uma lacuna no que se refere a estruturas capazes de realizar de forma mais organizada a regulação destas empresas. Como ressaltado em diversos momentos, ao longo do trabalho, não há por parte dos órgãos reguladores de mercado e de seus setores, uma preocupação estruturada e explícita nem uma pressão mais direta para a evolução dos mecanismos de governança das empresas de menor porte e fechadas no Brasil.

Há por fim, apesar da evolução recente, um enorme espaço para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, cuja incipiência afeta questões de pulverização de controle e perpetua os aspectos culturais anteriormente destacados. Ademais, sob o ponto de vista legal tais aspectos são reforçados, uma vez que há, apesar das recentes alterações legais que inseriram novos mecanismos de proteção aos minoritários, um tratamento dúbio dos interesses desses agentes.

Decorrente dos problemas identificados e das contribuições anteriormente coletadas, é possível delinear algumas proposições, resumidas segundo tópicos a seguir.

## 7.2. PROPOSIÇÕES

Para todas as proposições tratadas nos itens seguintes há o pressuposto da necessidade de respeito ao estágio de evolução e capacidade estrutural das empresas, ou seja, visa o contínuo aprimoramento destas empresas de acordo com a sua realidade particular.

Além disso, essas diretrizes não se reduzem ao contexto da pequena média em si mesma, mas envolvem também a participação e mudança de outros agentes envolvidos na questão de governança dessas empresas, buscando que reflitam sobre as possibilidades de atuação ainda não realizadas neste setor com as quais poderiam cooperar.

### 7.2.1. Perfil do Gestor

Esse tópico é de suma importância para a melhora da relação com investidores minoritários e agentes externos. Identifica-se, para fins de melhora da governança, que o empreendedor possua ou busque assumir um perfil mais pró-ativo, aberto a mudanças e contribuições, e que detenha competências gerenciais acentuadas, no que a busca por capacitação pode auxiliar.

Como parte de suas competências gerenciais, é também necessário que saiba delegar. Neste sentido, para o conforto do empreendedor e para que o ato de delegar se dê sem que haja uma perda para a empresa, o empreendedor deve buscar selecionar uma equipe qualificada, com competências complementares entre si e às suas.

Ademais, espera-se que sua visão seja mais voltada para a estratégia e movimentos futuros da empresa e menos técnica e que evite apegar-se a suas tecnologias e antigas fórmulas de sucesso.

Por fim, como parte do processo de absorver contribuições relevantes e dividir seu poder, é interessante que este busque enxergar o minoritário como parceiro, em especial àquele com largo conhecimento do seu setor de atuação, com vistas a absorver seu conhecimento e experiência.

Sob este aspecto, o relacionamento com um acionista minoritário pode vir a ser extremamente benéfico para estas companhias, principalmente quando possui conhecimentos relevantes de contribuição para o seu aprimoramento de práticas de governança e gestão. Além disso, este pode ser um parceiro não só financeiro como estratégico caso tenha um foco mais abrangente sobre a questão de geração de valor e não apenas veja o investimento apenas pensando em rentabilidade no curto prazo pode ser sim enriquecedor.

### **7.2.2. Profissionalização, Sucessão e Remuneração**

O aspecto basilar para a orientação de ações voltadas à profissionalização, sucessão e remuneração é a meritocracia.

Sob esta perspectiva, deixa de ser obrigatório o afastamento do acionista para a profissionalização da companhia e passa a ser muito mais relevante que aquele que venha ocupar o cargo de principal executivo, independente de quem seja, tenha capacidade para tanto.

Da mesma forma, a sucessão deve ocorrer dentro do processo de mérito, e de forma transparente para ser legitimada dentro da companhia. Independente de se resultar a permanência ou não de gestores relacionados a acionistas, a empresa e agentes envolvidos devem reconhecer nele a aptidão gerencial.

Quanto aos incentivos ao alinhamento destes gestores, o mérito significa que os mecanismos de *equity* e de remuneração variável devem estar inseridos dentro de uma política de recursos humanos mais robusta, que contemple não só uma política de cargos e salários

consistente, mas que trate também de questões de capacitação, treinamento e outras formas de premiação de desempenho, tais como postos no exterior, por exemplo.

Cabe ressaltar ainda que qualquer modificação ou concessão de incentivos deve ser feita de forma gradual e organizada ao longo do tempo, respeitando o estágio de evolução, de acordo com o setor e necessidade específicas da realidade da companhia, sendo sempre priorizados seus aspectos críticos de gestão àquele momento.

### **7.2.3. Assembléias Gerais**

Atualmente, a assembléia geral enquanto mecanismo interno de controle é, no contexto da pequena e média empresa brasileira, pouco representativa, dado o reduzido número de acionistas em seu capital social, que acabam por tratar da maioria de seus pontos discussão previamente a reunião, dando-lhe um caráter meramente formal.

Ademais, os mecanismos legais tais como dispostos hoje reduzem a relevância do voto do acionista minoritário frente ao poder concedido pelo controlador, que acaba por aprovar as matérias de seu interesse.

Mesmo assim, há possibilidade de torná-las mais relevantes, desde que estejam subsidiadas por cláusulas contratuais de acordos de acionistas que contem com mecanismos de punição associados a questões de voto e veto a itens importantes, tais como transferência de tecnologia, anuência para fusão e aquisição, entre outros.

Pode-se também considerar que, num ambiente de mercado de capitais mais desenvolvido, um eventual posicionamento contrário de um acionista minoritário passa a ter maior peso numa futura abertura de capital, uma vez que a preparação para este evento exige que seja apresentada toda a documentação retrospectiva da companhia, tais como atas de conselhos e assembléias.

Da mesma forma, a solicitação destes documentos por parte de instituições bancárias pode também torná-la mais relevante.

No que diz respeito aos procedimentos para a sua realização, devem ser respeitados os prazos legais, a disponibilização das informações e envolvimento de todos os acionistas no debate das questões a serem votadas.

#### **7.2.4. Conselho de Administração**

A reunião de conselho pode ser encarada como um mecanismo bastante útil para a companhia, na qual os acionistas se permitem a deliberação de assuntos relevantes para o futuro da empresa. Estas reuniões são igualmente recomendáveis no sentido da elaboração e fiscalização das metas definidas em seu âmbito.

Neste contexto, a presença de membros independentes ativos pode agregar efetividade ao órgão, desde que tragam visões do mercado diferenciadas ou mesmo de aspectos específicos e críticos da operação e da gestão da companhia. A autonomia destes é fundamental para que suas contribuições possam vir a realmente agregar valor a estas reuniões.

Como este mesmo objetivo podem ser criados comitês, a fim de estabelecer um foro de discussões mais aprofundadas sobre um aspecto delicado da companhia e cujas discussões técnicas sirvam de subsídio às tomadas de decisão realizadas em conselho. É, no entanto, recomendável, que este instrumento seja utilizado em empresas um pouco mais estruturadas, para sua maior efetividade.

Dado ser este ambiente no qual se determinará a estratégia da companhia, é recomendável também a separação entre presidência da diretoria e do conselho, para evitar que este último seja contaminado por pormenores da operacionalização e para que não haja uma sobreposição de papéis e discussões.

#### **7.2.5. Transparência e informações gerenciais**

A disponibilização da informação referente ao desempenho da empresa é essencial para o seu correto acompanhamento por parte das suas partes interessadas.

A imediata disponibilidade, a padronização e adequação aos novos parâmetros contábeis elaborados pela 11.638/07 são fundamentais neste contexto, não só pelo aspecto do atendimento legal, mas também por permitir o acompanhamento da evolução da companhia frente ao mercado e ao longo do tempo.

Além disso, é altamente recomendável a disponibilização de outros itens de relevância para a operação que não meramente financeira, tais como aspectos de estratégia e abordagem de mercado, comerciais, de vendas entre outros, para identificar oportunidades e riscos dessa

operação que tenham impacto significativo sobre o investimento realizado e sobre a sociedade.

Os sistemas de gestão e a auditoria foram observados como importantes e necessários enquanto instrumentos de organização e controle, mas somente válidos se houver uma equipe capacitada e se os sistemas informacionais forem adequados para dar o suporte necessário aos processos que armazenam e organizam tais informações.

#### **7.2.6. Mecanismos Externos**

Mecanismos externos tais como listados por Lamb (s.d) são pouco utilizados ainda nessas empresas, ou usados de forma indireta, mas sem o objetivo de melhorar suas práticas de governança, por estarem voltados ainda prioritariamente para as empresas de maior porte.

Aspectos como os de concorrência parecem depender do setor e da situação que a concorrência nele se encontra para dar estímulo à governança. Em especial, quanto mais estes produtos tiverem valor agregado e mais dependerem da imagem de confiabilidade da companhia, mais elevada será a exigência de que esses mecanismos sejam elevados por parte de seus consumidores. Assumindo que há uma evolução e busca por maior valor agregado em curso na sociedade atual, espera-se que proximamente tais mecanismos possam fazer diferença e passem a serem exigidos com mais frequência.

O envolvimento maior do credor com questões de governança é outro aspecto interessante abordado ao longo deste trabalho. Apesar de atualmente a maioria das instituições financeiras ainda não apresentarem uma maior preocupação com questões de governança que não estejam diretamente relacionadas à aferição da capacidade de pagamento da companhia, a proximidade que estas têm com essas empresas poderia ser utilizada de forma a exigir estas melhores práticas.

Para tanto, seria necessário que este processo fosse estruturado adequadamente a partir de mecanismos de *covenants* para incentivos e punições ao uso ou não destas práticas, o que depende também do interesse e da crença dessas instituições de que a utilização por parte das empresas de melhores mecanismos poderia beneficiá-las.

## CAPÍTULO 8 - CONCLUSÃO

O trabalho teve por objetivo buscar, segundo a realidade prática da experiência do BNDES como acionista minoritário de pequenas e médias empresas, quais os principais problemas de governança hoje existentes nestas empresas no Brasil e delimitar algumas diretrizes no sentido de sua busca por melhora de suas práticas de governança corporativa.

Com esse objetivo, foram definidos objetivos específicos para a obtenção das informações desejadas:

- Identificar os problemas e mecanismos controle frequentemente citados no que tange a questão de governança corporativa
- Identificar as principais questões e propostas de melhoria das práticas de governança corporativa no contexto de pequenas e médias empresas emergentes brasileiras
- Identificar os impactos da entrada de credores e novos investidores sobre as demandas de governança nas PME em crescimento
- Levantar o conjunto de questões de governança corporativas presentes na realidade prática das empresas emergentes brasileiras utilizando por base os pontos de vista do agente de desenvolvimento.

Propor um conjunto de diretrizes referentes às melhores práticas de governança que venham ao auxílio da resolução de tais questões.

Conforme apresentado ao longo do trabalho, os problemas de agência - separação entre gestor e acionista, conflitos entre acionistas majoritários e minoritários, e entre estes e os demais interessados- também pode vir a ocorrer na pequena e média empresa em crescimento.

Tal fato decorre de razões históricas ligadas à cultura patrimonialista ainda vigente no Brasil, à incipiência do mercado de capitais, a problemas estruturais por parte dessas empresas e pelo arcabouço regulatório e legal pouco atento a este segmento empresarial. No entanto, há o reconhecimento, por parte destes agentes das peculiaridades e restrições vividas pelas empresas em crescimento.

Como diretrizes, destaca-se a capacidade do gestor estabelecer um bom relacionamento com estes agentes financiadores. A visão desses agentes como parceiros, em especial investidores, e a capacidade de ceder o controle são pontos sensíveis a serem trabalhados.

A busca por uma política de recursos humanos robusta, que abranja não só o corpo gerencial, mas toda a empresa, baseada num sistema que privilegie a meritocracia e a profissionalização de seus negócios é também pontuada como fundamental ao seu desenvolvimento. Nota-se que não lhe é exigido necessariamente se afaste de seus negócios, mas que seja bem preparado para fazê-lo crescer, e se cerque de uma equipe qualificada e capaz.

No que tange a transparência e prestação de contas, é necessário estar cercado de pessoal competente e ético e de sistemas de gestão que dêem o suporte necessário para disponibilizar a qualquer tempo os principais números para o correto acompanhamento do desempenho dessas empresas. A auditoria é um mecanismo complementar relevante neste sentido, especialmente quando se encontra classificada entre as melhores do ranking da CVM.

O Conselho de administração enquanto foro de debates de estratégia é um instrumento importante para a deliberação e acompanhamento do rumo da companhia. A presença de conselheiros independentes, que contem com conhecimentos relevantes ao negócio, e de comitês consultivos, para aprofundar a análise em pontos críticos da gestão nas empresas mais estruturadas, também podem ser utilizados de modo a dar maior credibilidade ao processo de decisão neste âmbito.

Há também um espaço enorme para o desenvolvimento de mecanismos externos de controle, no que credores seriam determinantes ao estabelecerem cláusulas com gatilhos associados às boas práticas de governança, mas tal posicionamento dependerá de sua percepção dos ganhos que pode aferir da utilização, por parte das empresas, desse mecanismo.

Deve-se mencionar por fim a necessidade de reforma legal e regulatória, visando à maior proteção do acionista minoritário, apesar de reconhecida a evolução recente desses mecanismos de proteção. A maior regulação e a presença de mecanismos externos de controle trariam inúmeros benefícios, e em particular levariam a uma maior relevância da Assembleia Geral, hoje um mecanismo utilizado meramente pró-forma.

Como discutido ao longo da dissertação, o número de estudos voltados para a governança corporativa de pequenas e médias empresas ainda é relativamente reduzido, ainda mais se considerada a relevância que este tipo de empresa tem dentro da realidade brasileira atual. Desta forma, contribuições futuras voltadas a este tema são não só recomendáveis como essenciais para o fomento de um debate enriquecedor para o desenvolvimento do empreendedorismo brasileiro.

Desta forma, o mesmo estudo pode ser replicado utilizando com realidade prática a experiência de outros agentes relevantes para o desenvolvimento destas práticas, sejam eles financiadores, fundos de pensão e de investimento, FINEP ou mesmo órgãos consultivos, como o SEBRAE.

Seria interessante também que estas melhores práticas fossem confrontadas com a opinião desses empreendedores, de forma que além de pertinentes sob o ponto de vista de agentes externos, fossem também julgadas como adequadas por quem for implementá-las em sua realidade. Seria possível também analisar sob este ponto de vista, até que ponto há uma percepção por parte deles da utilidade e necessidade destas práticas. Em resumo, que estas fossem validadas junto aos seus maiores interessados.

Uma vez que a pesquisa tem um marco temporal bastante definido, versando sobre a questão de governança nas PME hoje, seria interessante que fosse realizado um levantamento em futuro próximo, de modo a ver a evolução desta situação no Brasil. Com as novas perspectivas de mercado, acredita-se que este panorama terá a clara e rápida tendência a se alterar nos próximos anos.

Outra possibilidade é utilizar este estudo de base para um mais amplo e quantitativo, observando na realidade geral a implantação dessas práticas de governança.

A que ressaltar ainda que neste estudo as melhores práticas não foram delimitadas individualmente de uma maneira mais aprofundada, nem mesmo foi discutida a sua operacionalização no dia-a-dia da empresa, o que pode ser tema de um estudo futuro.

Cada um dos presentes itens citados podem ser tratados de forma separada e seus impactos analisados de forma mais profunda no contexto da PME.

Seria ainda interessante a investigação dos instrumentos contratuais que subsidiam tal relacionamento, uma vez que foi apontada a sua importância como elemento de base para esse relacionamento. Sugere-se uma pesquisa documental para entender sob que ponto de vista as cláusulas constantes desse documento se mostram relevantes para o desenvolvimento de futura relação a que está atrelada a governança dessas companhias.

## REFERÊNCIAS

- ABOR, J., ADJASI, C. Corporate governance and the small and medium enterprises sector: theory and implications. *Corporate Governance*, vol., 7 n. 2, 2007.
- ABOR, J., BIEKPE, N.. Corporate governance, ownership structure and performance SMEs in Ghana: implications for financing opportunities. *Corporate Governance*, vol., 7 n. 3, 2007.
- BDO. IPO – Oportunidades e fatores de Sucesso. Boletim BDOTrevisan para a Capital Aberto, dezembro, 2007.
- BERGAMINI, S. Controles Internos como um Instrumento de Governança Corporativa. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.12, n.24, p.149-188, dez., 2005.
- BHARATH, S., PASQUARIELLO, P. WU, G. *Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions?* Ross School of Business, University of Michigan, September, 2006.
- CHAVA, S., ROBERTS, M. *How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenant.* *Journal of Finance*, august, 2007.
- BERGER, A., UDELL, N. *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle.* *Journal of Banking & Finance*, 22, páginas 613-673, 1998.
- BORGES, L., SERRÃO, C., Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, v.12, n. 24, p. 111 – 148, Dez. 2005.
- BOVESPA, [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br), último acesso em 30 de abril de 2009.
- BRAGA, H., ALMEIDA, M. Mudanças contábeis na lei societária: lei nº11.638, de 28-12-2007. Imprensa São Paulo : Atlas, 2008.
- CARVALHO, A. *Governança Corporativa no Brasil em perspectiva.* *Revista de Administração*, São Paulo. V.37, n.3, p.19-32, julho/setembro 2002.

CHTOUROU, S., BÉDARD, J., COURTEAU, L. *Corporate Governance and earnings management*. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=275053](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=275053). Abril, 2001.

COUTINHO, L. BORGES, B. A consolidação da estabilização e o desenvolvimento financeiro do Brasil. In Mercado de Capitais e Bancos Públicos – análises e experiências comparadas. Orgs Pinheiro, A. Filho, L., ANBID, 2007.

CPC, [www.cpc.org.br](http://www.cpc.org.br), último acesso em 03 de fevereiro de 2009.

CVM, [www.cvm.org.br](http://www.cvm.org.br), último acesso em 03 de fevereiro de 2009.

\_\_\_\_\_, Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. CVM, 2002.

DAILY, C., DALTON, D., CANELLA, A. Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data. *Academy of Management Review*, vol. 28, n. 3, 371-382, 2003.

DAMI, A., ROGERS, P., RIBEIRO, K., SOUZA, A. *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade no Brasil: Causas e Conseqüências*. Encontro VI, Sociedade Brasileira de Finanças, 2006.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU, As Pequenas e Médias Empresas que Mais Crescem no Brasil. Pesquisa realizada pela Deloitte e Revista Exame PME, 2008.

EXECUTIVE COMPENSATION DISCLOSURE. Exchange Act Release No. 33-6962, 34-31327, Register 48, 1992.

FAMA, E., JENSEN, M. *Separation of Ownership and Control*. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, Junho, 1983.

FAMÁ, R., GRAVA, J. *Teoria da Estrutura de Capital: As discussões persistem*. Cadernos de Pesquisa em Administração, v.1, no. 11, 1º Trimestre, São Paulo, 2000.

FEBRABAN, O setor Bancário em números, FEBRABAN, São Paulo, 2008.

FELABAN e FOMID/BID, Las PYMES son un sector estrategico para sus negocios, FELABAN, Colômbia, 2008.

FONTES-FILHO, J. Estudo da viabilidade de generalização das práticas de governança corporativa ao ambiente dos fundos de pensão: uma análise segundo as teorias da agência e institucional. Tese de Doutorado, EBAPE, Fundação Getulio Vargas - RJ, Rio de Janeiro, 2004.

FRANK, M., GOYAL, V. K., Capital structure decisions. [SSRN Working Paper Series nº 396020], Social Science Electronic Publishing, Rochester, New York, USA, 2003.

FUNCHAL, B., ARAUJO, A. A nova lei de falências brasileira: Primeiros impactos. Anais do XXXV Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 2007.

GARCIA, F. Governança Corporativa. Monografia, Instituto de Economia UFRJ, Julho, 2005.

GHOBIAN, A., O'REGAN, N. *The impact of ownership on Small Firm Behaviour and Performance*. International Small Business Journal, 24, 2006.

HANSMANN, H., KRAAKMANN, R. *Agency Problems and Legal Strategies*. Yale Law School, Center for Law, Economics and Public Policy, Research Paper No. 301, 2004.

HAWLEY, J., WILLIAMS, A. *Corporate Governance in the United States: The Rise of Fiduciary Capitalism*, Working Paper, Saint Mary's College of California, School of Economics and Business Administration, 1996.

HELLMANN, T. e PURI, M. *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence*, working paper (SSRN), em 02/02/2009, Stanford University, 2000.

HOLLINGSWORTH, J. & LINDBERG, L. *The governance of the American economy: the role of markets, clans, hierarchies, and associative behaviour*, em *Private interest government: Beyond market and state*, Streeck, W. & Schmitter, P.C., Sage, páginas 221-67, Inglaterra, 1985.

IBGC, *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. IBGC, 2003.

JENSEN, M., MECKLING, W., Journal of Financial Economics, V. 3, No. 4, pp. 305-360, Outubro, 1976.

KORTUM, Samuel e LERNER, Josh. *Does Venture Capital Spur Innovation?* Working paper (NBER), Harvard University, 1998.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHEIFER, A., VISHNY, R. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, vol. 106, n.6, 1998.

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. *Revista do BNDES*, v. 4, n. 8, Rio de Janeiro, dez. 1997

LAMB, R. Governança Corporativa: Arena e contexto. Universidade do Rio Grande do Sul, s.d., mimeo.

LA ROVERE, R. Perspectivas das Micro, Pequenas e Médias Empresas no Brasil, *Revista de Economia Contemporânea*, Edição Especial, pp. 137-154, novembro, 2000.

MCKINSEY, *Giving new life to the Corporate governance reform agenda for emerging markets*. The McKinsey Emerging Markets Opinion Survey, United Kingdom, 2001.

MEDEIROS, O. DAHER, C. Testando Teorias Alternativas sobre a Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. *RAC*, Curitiba, v. 12, n. 1, p. 177-199, Jan./Mar. 2008.

MINTZBERG, H., AHLSTRAND, B., LAMPEL, J. *Safári de estratégia: um roteiro pela selva do planejamento estratégico*, Porto Alegre, Bookman, 2000.

MYERS, S. The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592, 1984.

NINI, G., SMITH, D., SUFI, A. Creditor Control Rights and Firm Investment Policy, Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=928688>, 2008.

OLIVEIRA, C. Avaliação das Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. *Cadernos Discentes Coppead*, Rio de Janeiro, n. 3, p.18-31, 2000.

OECD, *Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina*, OECD, Chile, 2003.

\_\_\_\_\_. Corporate Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets, OECD, Chile, 2006.

PINTO, L. Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O Caso do Contec. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, n° 7, junho, 1997.

POUND, J. *The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control*, New York University Law Review, no. 68:5, Novembro, páginas 1003–71, 1993.

RECHTMAN, M., FONTES - FILHO, J., GAMMINO, F. Governança Corporativa Aplicada ao Contexto Empresarial Brasileiro. Editora Papel Virtual, Rio de Janeiro, 2004.

ROGER, P. Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico, Dissertação apresentada à Faculdade de Gestão de Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2006.

SEBRAE, Boletim Estatístico de Micro e Pequenas Empresas, Observatório do SEBRAE, Brasília, Primeiro Semestre, 2005.

\_\_\_\_\_. Fatores condicionantes e taxas de sobrevivência e mortalidade das micro e pequenas empresas no Brasil 2003–2005, SEBRAE, Brasília, Agosto, 2007.

SALSAMI, S. Governança Corporativa e Custo do Capital Próprio no Brasil, Dissertação (Mestrado), Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, 2007.

SHLEIFER, A., VISHNY, R. *A survey of corporate governance*. Journal of Finance, no. 52, páginas 737–783, 1997.

SCHMITT, D. *Financiamento das pequenas e médias empresas: Aspectos do processo de decisão empresarial e o instrumento de capital de risco*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, Escola de administração, Programa de pós-graduação em administração, Dissertação de mestrado, Porto Alegre, 2002.

STRAUSS, A.; CORBIN, J. Pesquisa qualitativa: técnicas e procedimentos para o desenvolvimento de teoria fundamentada. 2ª. Ed. Porto Alegre: Artmed, 2008.

TURNBULL, S. *Corporate Governance: Theories, Challenges and Paradigms*. *Gouvernance: Revue Internationale*, Vol. 1, No. 1, pp.11-43, 2000.

VERGARA, S. *Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração*. 10ª Edição, São Paulo, Editora Atlas, 2009.

VIEIRA, E. ; CORRÊA, V, 2002, Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre o movimento recente. Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimento. VII Encontro Regional de Economia, Fortaleza, AAnais..., Julho, 2002.

VIEGAS, L. *Brazil: Corporate Governance - Challenges and Opportunities* in *Corporate Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets*, OECD, 2006.

WILLIAMSON, O. *Transaction Cost Economics and Organizational Theory*, *Journal of Industrial and Corporate Change*, no.2, pags.107 a 156, 1993.

YIN, R. *Estudo de Caso – Planejamento e Métodos*. 3ª Ed. Bookman, Porto Alegre, 2005.

ZYSMAN, J. *Governments, Markets and Growth – Financial Systems and the politics of industrial Change*, Cornell University Press, 2000.

## ANEXO

### Anexo 1: Roteiro das Entrevistas

Esta entrevista tem por objetivo captar a percepção de gestores do BNDES envolvidos no financiamento de pequenas e médias empresas sobre os principais aspectos relacionados à governança corporativa para estes entes. As respostas serão utilizadas como base de dados para a pesquisa relacionada à tese de conclusão de curso de Mestrado em Gestão Empresarial pela FGV.

- 1) Governança para PME
  - a. Quais os principais problemas de Governança Corporativa na PME? Por que ocorrem?
  - b. Sob o aspecto de governança, você observa diferenças entre empresas de pequeno e médio porte e aquelas de grande porte?
  - c. Essas modificações alteram sua forma de atuação para com elas? Se sim, sob quais aspectos? Você poderia me citar algumas mudanças freqüentes?
- 2) Organização para tomada de decisão 1 – Assembléia Geral
  - a. Como você vê a representatividade da Assembléia na defesa dos interesses dos acionistas minoritários em especial em situações de alta concentração acionária? Como ela funciona?
  - b. Como trabalha/vê a questão do voto e do veto nas decisões de Assembléia?
- 3) Organização para tomada de decisão 2 – O Conselho
  - a. Como o conselho das empresas de seu conhecimento acompanha o desempenho da empresa? Quais suas principais cobranças em termos de informação ou quais as principais atribuições do conselho, e como as exerce?
  - b. De que arranjos o CA dispõe para garantir o cumprimento do estatuto, regulamentos, etc.?
  - c. Nas empresas com as quais trabalha há clareza na separação dos papéis da diretoria e do CA? Isso varia ao longo do tempo?
  - d. Em que medida a criação de comitês de auxílio a este órgão podem ser interessantes?
  - e. Como se dá normalmente a composição deste órgão e que atributos os conselheiros devem ter para contribuir de forma mais efetiva?
  - f. As características e atribuições do presidente do conselho são definidas formalmente? Qual a forma de relacionamento com executivos (todos têm acesso ou apenas o presidente do conselho)?

- g. Quais modificações/benefícios pode trazer a inserção de um conselheiro externo ou independente?
- 4) Transparência e relacionamento com partes interessadas
- Quais informações você considera relevantes para um bom acompanhamento destas empresas?
  - São exigidos relatórios que apresentem, além das informações usuais, outros indicadores gerais (ex:lucro, evolução do patrimônio, fluxo de caixa da atividade operacional)?
  - Como esta informação é disponibilizada por estas empresas? Como pode ser avaliada a qualidade dessa informação? Que outras informações deveriam ser prestadas? Quais mecanismos lhe deixa mais confortável para com estas informações?
  - Há uma padronização destas informações? Isso seria importante? De que maneira? Quais os padrões deveriam ser seguidos?
  - Como normalmente se dá a auditoria destas empresas?
- 5) Mecanismos Externos e relacionamento com partes interessadas
- Você identifica solicitações/pressões do mercado que possam contribuir para uma melhor governança para essas empresas?
  - De que maneira questões como competição, desempenho do gestor e mercado financeiro podem ser relevantes para estas modificações?
  - Observa diferenças em empresas que possuem relacionamento estreito com agentes financiadores no sentido de maior governança?
- 6) Gestão dos Executivos: Profissionalização, Sucessão e Remuneração
- Qual a sua percepção sobre os resultados de uma política de incentivos a executivos? E em relação ao processo de profissionalização da empresa?
  - Como costuma trabalhar a questão sucessória dentro da empresa? Como vê a questão familiar e qual a influência sobre esse processo?
- 7) Perfil do Gestor
- Para este tipo de empresa, você identifica a capacidade de melhorar aspectos de governança relacionados a um perfil de gestor em particular?
  - Que características do empreendedor são necessárias para este processo?