

# GOVERNANÇA CORPORATIVA APLICADA À GESTÃO

A Governança Corporativa (GC) é tema que tem ocupado cada vez mais espaço na atividade de investimentos e na gestão de empresas. O arcabouço institucional brasileiro evoluiu muito, e a retomada recente do mercado de capitais brasileiro, iniciada há uma década, é mérito destes avanços institucionais, sobretudo em termos de GC.

por **MARCELO DOMINGOS**

As primeiras fundamentações teóricas da GC nasceram nas economias avançadas do Ocidente a partir dos anos 1920 e 1930, para dar respostas à crise de 1929 e aos processos de dispersão do capital e da cisão entre propriedade e gestão ocorridas no final do século XIX. No entanto, os estudos que fundamentam teoricamente os princípios e as práticas de governança se deram a partir das duas últimas décadas do século XX, sob a égide do novo institucionalismo, corrente de pensamento da economia, que valoriza a normalização bem definida e as regras claras. A GC suporta-se na transparência, na equidade, na responsabilidade corporativa e na credibilidade nas informações contábeis, e representa avanços alcançados a partir da junção dos objetivos de órgãos reguladores e comitês constituídos por representantes de diversos stakeholders – que significa todo e qualquer público direta e indiretamente interessado ou afetado: sócios, funcionários, clientes, fornecedores, sociedade.

É normal que a GC avance sempre após alguma crise, quando investidores acabam cobrando medidas para conter o risco deixado por uma regulação ineficiente, controles internos fracos ou outra razão. Avança-se sempre “por demanda”, é uma decisão racional no sentido de facilitar o acesso a recursos pelo mercado, pois ninguém em seu estado normal de equilíbrio adotaria medidas de controle sem que as mesmas trouxessem algum benefício conhecido. No Brasil, a criação dos níveis diferenciados de GC pela Bovespa (níveis 1, 2 e Novo Mercado) em 2001 deu-se por este motivo: as companhias se viram aptas a captar recursos via abertura de capital num momento em que o mundo clamava por isto. Como o Brasil tinha até então uma estrutura acionária tradicionalmente composta por ações preferenciais e ordinárias, aonde as primeiras poderiam representar até 2/3 do capital de uma companhia, os investidores estrangeiros acabaram demandando isto: só haveria capital para aquisição de ações que

viessem com voto e direitos básicos que até então não eram comuns no país. Assim, desde 2001 assistimos a múltiplas aberturas de capital no Brasil, sobretudo no Novo Mercado.

O atual regulamento de listagem no Novo Mercado já garante a obrigatoriedade de apresentação de oferta pública de parte do adquirente de bloco de ações que assegure ao seu titular o exercício do poder de controle da companhia, especialmente importante no contexto de concentração de poder característico do mercado acionário brasileiro. A reforma da Lei das SA's e a criação dos níveis diferenciados de GC fazem com que as empresas de capital aberto, listadas em bolsa no Brasil, possuam credibilidade diante de seus investidores, devido ao alto nível de transparência e às rígidas regras às quais estão submetidas. Dentre os pilares da GC estão os direitos fundamentais dos acionistas minoritários, caso do tag along nos eventos de alienação de controle.

De acordo com o código de melhores práticas da Comissão de Valores Mobiliários, "(...) a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas." Neste campo, as instruções CVM 480 e 481, em vigor desde 2010, fazem parte de pacote de novas exigências orientado para elevar a transparência, aumentar as exigências de disclosure e introduzir novos procedimentos que reduzem os obstáculos e promovam a participação em assembleias de acionistas.

Já o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, através de seu Código de Melhores Práticas diz que GC é: (...) o sistema através do qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. Neste sentido, boas práticas de GC devem servir para aumentar o valor da sociedade, facilitar o acesso ao capital e garantir sua perenidade. Muitos são os avanços que podemos registrar nos últimos anos, sobretudo o crescimento do número de conselheiros independentes nas companhias em geral. O Conselho funciona como um fórum de checks and balances para o management da empresa. Isso per se já garante maior governança, pois o management passa a ter de explicar suas ações e, com isso, passa a ter de refletir sobre seus atos e os impactos decorrentes.

Há questões que residem no arcabouço institucional e outras na particularidade de cada companhia. Os investidores devem estar atentos aos espaços deixados pelas lacunas legais e também devem evitar o acomodamento que os "pacotes standard" de GC oferecem, do tipo nível diferenciado na



**A reforma da Lei das SA's e a criação dos níveis diferenciados de GC fazem com que as empresas listadas em bolsa no Brasil, possuam credibilidade diante de seus investidores, devido ao alto nível de transparência e rígidas regras às quais estão submetidas.**



Bovespa, departamento de RI e outras burocracias frágeis. Estes são pontos que até deveriam bastar, mas não bastam! Em suma, a investigação da qualidade da estrutura particular de cada companhia é pré-requisito do ato de investir. Apoiar-se em classificações de mercado é ineficiente, podendo ser comparado a qualquer decisão de investimento baseada unicamente em análise por múltiplos tais como preço X lucros, preço X dividendos, ou qualquer formula que traga sensação de conforto a investidores menos qualificados. Profissionais de investimento, à medida que se relacionam, direta ou indiretamente, com as companhias investidas, exercem o dever fiduciário de representação de investidores. A relação que se inicia na análise deve considerar aspectos qualitativos, numa visão clara de construção de valor para acionistas e carteiras.

Nos últimos anos temos assistido a vários exemplos infelizes, em que o valor econômico de minoritários não parece ter sido preservado ou defendido. Isto porque às vezes o problema não está na forma, muitas vezes resolvida através de contratos sofisticados que preservem ou façam menção às letras da Lei, mas reside na sua essência, nos efeitos econômicos de uma transação. Advogados de bancas especialistas e banqueiros de investimento logo aprenderam como fazer para majorar valor aos seus clientes controladores de companhias que iam a mercado sem alterar o disposto em lei. Daí, já há alguns anos temos visto transações e manobras criativas e sofisticadas que acabam dando a volta na lei, com único objetivo de trazer ganhos a alguns, e não a todos os acionistas.



**Temos também assistido ao crescimento de poder de órgãos como o “Super Cade”, que às vezes parece até mesmo desconsiderar direitos já conquistados através da própria Lei das SA’s.**



Ao gestor de recursos cabe examinar e monitorar os riscos das transações societárias que possam acontecer, bem como buscar proteção através dos dispositivos legais e arbitrais que existem, não aceitando situações injustas que possam trazer danos à sua carteira. Votar em assembleias de acionistas, manifestar-se de forma positiva e presente junto à diretoria da companhia e também junto a outros investidores deve fazer parte deste trabalho. O gestor deve entender e envolver-se com as companhias investidas, de forma a trazer ganhos diferenciados aos seus cotistas.

Diversos são os casos de desrespeito ou desatenção às melhores práticas, e cada vez mais fica claro que apenas um trabalho diligente e que extrapole as premissas básicas pode ajudar na redução dos riscos inerentes. Para citar alguns destes casos, lembremos das transações envolvendo a criação da Fibria pela VCP e Aracruz, quando os minoritários receberam valor extremamente inferior ao justo; das assembleias recentes da Petrobrás em que alguns controladores foram considerados minoritários para eleição de Conselho; ou da recente ameaça de retirada de Redecard do Novo Mercado, que só vale a pena enquanto convém...

Temos também assistido ao crescimento de poder de órgãos como o “Super Cade”, que às vezes parece até mesmo desconsiderar direitos já conquistados através da própria Lei das SA’s. Em decisão recente (que está sendo contestada) o órgão retirou inclusive os direitos de voto de ações, que estavam previstos e garantidos por Lei anterior à criação dos novos “superpoderes”. Situação absurda, em que um órgão agora também precisará dar anuência prévia a transações entre companhias. É o Estado avançando aonde não deveria. E o Mercado paga o preço.

O maior risco atual que vivemos no Brasil é perdermos exatamente estes valores tão importantes, que analisados através da prática parecem estar superestimados pelo discurso. GC é prática, envolve análise e envolvimento direto. Relaciona-se com o “DNA” dos acionistas controladores, seu histórico de respeito aos minoritários no mercado. O valuation pode indicar até um upside elevado, mas se não houver pontos qualitativos e de gestão que ajudem a promover o ajuste entre preço de mercado e valor justo ao longo do tempo, de nada adianta. Na outra ponta, temos também companhias que tradicionalmente entregam resultados consistentes aos seus acionistas, de forma justa e previsível. Geralmente estas companhias são geridas por gente que entende é importante tratar investidores com justiça, pois, em momentos futuros podem precisar ir a mercado buscar recursos novos. Companhias como Valid, Natura, Alpargatas e Ultrapar, para citar algumas, zelam por esta confiança e têm esta atitude reconhecida no preço de suas ações.

Vejamos este último raciocínio: a avaliação econômica considera que quanto maior a previsibilidade na análise, menor tende a ser o risco, logo, menor a taxa de desconto associada ao investimento e, conseqüentemente, menores os custos para a captação de recursos. Ou seja, o valor de uma empresa é dado pela razão entre sua geração de caixa e seu custo de capital. Quanto mais imbuída dos princípios mandatários da GC, maior a valorização potencial das ações, pois são descontadas a uma taxa (WACC – Weighted Average Cost of Capital) menor. Apesar de seu muito difícil e até contestável esta mensuração, o raciocínio serve para mostrar que, de alguma maneira as empresas que adotam boas práticas geram valor para seus acionistas, pois reduzem o risco associado percebido, e vice-versa.

São muitos os ganhos que moram na efetiva participação em empresas promissoras e que ofereçam boas práticas de governança. Para tal, é preciso analisar e principalmente monitorar investimentos, pois diversos são os pontos críticos relacionados e que necessitam ser analisados e monitorados de forma plena (estrutura acionária; management; avaliação econômico-financeira; dentre outros), a fim de trazer retornos destacados num ambiente dinâmico, com responsabilidade. **RI**



**MARCELO DOMINGOS**

é gestor de investimentos, economista e mestre em Administração, sócio e CEO da DLM Invest Asset Management [marcelo@dlinvest.com.br](mailto:marcelo@dlinvest.com.br)